الجمهورية العربية السورية
جامعة تشرين – كلية الاقتصاد
قسم الاقتصاد والتخطيط

السندات الحكومية وأثرها على الموازنة العامة في سوريا

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد

إعداد
لميس بركات

بإشراف
أ.د. رضوان العمار

٢٠١٠/٢٠١١م

جامعة تشرين

كلية الآداب والعلوم الإنسانية

قسم اللغة العربية

السيد الدكتور عميد كلية الاقتصاد

بجامعة تشرين

عملا بقرار مجلس قسم اللغة العربية رقم / ٧٥ /تاريخ ٦ / ٢ /2011 المتضمن مدققا لغويا لرسالة الماجستير لمؤلفها الطالبة لمى بركات

وهي بعنوان (الهبات الحكومية وأثرها على الموازنة العامة في سوريا).

وتم تصويب الرسالة وتدقيقها بعد المناقشة النهائية ، كما تم الالتزام بملاحظات المدقق اللغوي أصولا

وتفضلوا بقبول الاحترام

اسم المدقق وتوقيعه

عميد كلية الآداب والعلوم الإنسانية

الدكتور محمد إسماعيل بصل

رئيس قسم اللغة العربية

الدكتور عدنان أحمد

SYRIAN ARAB REPUBLIC
Tishreen university
Faculty of Economics
Lattakia
P.O.BOX:

الجمهورية العربية السورية
جامعة تشرين
كلية الاقتصاد
اللاذقية – ص.ب :

Your Reference :
Our Reference: /
Date: / /2010

الرقم : ٣٠٤٢٠ / ص م
التاريخ: ١٨ / ٨ / ٢٠١١
الموضوع :

قرار لجنة الحكم لدرجة الماجستير

في تمام الساعة الواحدة ظهراً من يوم الخميس الموافق ٢٠١١/٧/٢٨ اجتمعت لجنة الحكم المشكلة بموجب قرار مجلس البحث العلمي رقم / ٨٣٥/ المتخذ بالجلسة رقم/١٩/ المنعقد بتاريخ/٢٥/ رجب/١٤٣٢/ الموافق ٢٠١١/٦/٢٦ م .

و المؤلفة من السادة :

الدكتور رضوان العمار : الأستاذ في قسم العلوم المالية والمصرفية بكلية الاقتصاد في جامعة تشرين اختصاص /تجارة المال وتداول العملة / عضوا ومشرفاً.

الدكتور فادي الخليل: الأستاذ في قسم الاقتصاد والتخطيط في جامعة تشرين اختصاص /الاقتصاد السياسي/ عضواً.

الدكتورة غادة عباس: المدرسة في قسم الاقتصاد والتخطيط بكلية الاقتصاد في جامعة تشرين اختصاص / مالية عامة – إدارة أوراق مالية حكومية/ عضواً.

اجتمعت لجنة الحكم و ناقشت أطروحة الماجستير التي تقدمت بها الطالبة : لميس بركات وهي بعنوان :

((السندات الحكومية وأثرها على الموازنة العامة في سورية))

و بعد الاستماع إلى دفاع الطالبة **لميس بركات** ومناقشتها أوصت اللجنة بما يلي:

١) منح الطالبة **لميس بركات** درجة وقدرها (٨٠) بتقدير (جيد جداً) في اختصاص **الاقتصاد والتخطيط** من قسم **الاقتصاد والتخطيط** .

٢) رفع هذه التوصية إلى المجالس المختصة لمنحها الدرجة المذكورة ، واستصدار القرارات اللازمة لتمتعها بحقوق هذه الدرجة وامتيازاتها وفق الأصول النافذة.

اللاذقية / /١٤٣٢/ هـ
الموافق الخميس ٢٠١١/٧/٢٨ م

الدكتورة	الدكتور	الدكتور
غادة عباس	فادي الخليل	رضوان العمار

الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي
جامعة تشرين
كلية الاقتصاد

لجنة حكم

لجنة الحكم على رسالة الماجستير للطالبة : **لميس بركات بعنوان:**

((السندات الحكومية وأثرها على الموازنة العامة في سورية))

المؤلفة بموجب قرار مجلس البحث العلمي رقم /٨٣٥/ المتخذ بالجلسة رقم /١٩/ تاريخ ٢٠١١/٦/٢م المؤلفة من السادة :

الدكتور رضوان العمار : الأستاذ في قسم العلوم المالية والمصرفية بكلية الاقتصاد في جامعة تشرين اختصاص /تجارة المال وتداول العملة / عضوا ومشرفاً.
الدكتور فادي الخليل: الأستاذ في قسم الاقتصاد والتخطيط في جامعة تشرين اختصاص الاقتصاد السياسي/ عضواً.
الدكتورة غادة عباس: المدرسة في قسم الاقتصاد والتخطيط بكلية الاقتصاد في جامعة تشرين اختصاص / مالية عامة – إدارة أوراق مالية حكومية/ عضواً.

نوقشت هذه الرسالة بتاريخ الخميس ٢٨ /٢٠١١/٧ م.

وأجيزت بدرجه قدرها (٨٠ **) وتقدير (** جيد جداً **) .**

الدكتورة	الدكتور	الدكتور
غادة عباس	فادي الخليل	رضوان العمار

شهادة

نشهد بأن العمل الموصوف في هذه الدراسة هونتيجة بحث قامت به الطالبة **لميس بركات** **بإشراف** – أ.د.**رضوان العمار** وأي رجوع إلى بحث آخر في هذا الموضوع موثق في النص.

المرشحة

لميس بركات

المشرف

أ.د. **رضوان العمار**

تصريح

أصرح بأن هذا البحث:

((السندات الحكومية وأثرها على الموازنة العامة في سورية))

لم يسبق أن قبل للحصول على أية شهادة ولاهو مقدم حالياً للحصول على شهادة أخرى.

المرشحة

لميس بركات

كلمة شكر وتقدير

لقد تم انجاز هذا البحث متمنياً أن يقدم الفائدة المرجوة منه لكل من سيطلع عليه مستقبلا ، وفي نهاية العمل أتقدم بجزيل الشكر والامتنان لكل من ساهم معي وساعدني في إخراج هذا البحث إلى النور سواء أكان بإبداء الرأي والنصيحة أم بالمشورة .

واخص بالشكر الجزيل والامتنان الكبير والاحترام الأستاذ الدكتور رضوان العمار الذي لم يكن مشرفا فحسب على هذا البحث ،بل كان المعلم والصديق والأب الرؤوف الرحيم والذي كان متابعاً جدًا ، وكان لآرائه ولتوجيهاته العلمية ونصائحه القيمة ورعايته الأثر الكبير في انجاز هذا البحث .

كما أتوجه بالشكر الجزيل إلى أعضاء لجنة القراءة الأولية الدكتور فادي خليل والدكتورة غادة عباس كما اشكر لجنة الحكم النهائية لتفضلهم بقبول قراءة وتقويم هذه الرسالة والحكم عليها . كذلك أعرب عن شكري وتقديري العميقين لجميع العاملين في كلية الاقتصاد بجامعة تشرين ، من هيئة تدريسية وتعليمية وإدارية ، والى من كانوا عونا ودعما لي في انجاز هذا البحث .

لميس جابر بركات

الإهداء

إلى عظيم الرجال القائد والدكتور والإنسان

بشار حافظ الأسد

إلى من أسهم في صنع مستقبلي

أستاذي الدكتور رضوان العمار

إلى من وهبني عمري

والدّي

إلى من وهبته عمري

زوجي

إلى عمري الآتي

ابنتي

الفهرس

أولاً – فهرس المحتويات

الفصل الثاني

الفصل الثالث

مقدمة :

بعد ظهور النظرية الكينزية عام 1936 والتطبيق الشامل لها في كل الدول الرأسمالية لا سيما في الفترة التي تلت الحرب العالمية الثانية أصبحت السياسة المالية (سياسة الإيرادات العامة والإنفاق الحكومي) إحدى الدعائم الأساسية التي تقوم عليها إدارة الاقتصاد في هذه الدول وأصبح التدخل الحكومي في الحياة الاقتصادية من اقوي أدوات معالجة مشكلات البطالة والكساد من جهة وأهم الوسائل لتحقيق النمو والاستقرار من جهة أخرى .

ومن هنا أصبح للدولة الرأسمالية ولموازنتها العامة دور فاعل وقوي في توجيه اقتصادها وبالتالي توجيه النظام الرأسمالي ككل تستوي في ذلك الدول المتقدمة والدول المتخلفة ذات التوجه الرأسمالي .

لقد قدم كينز التبرير النظري لتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وأعطى للموازنة العامة والسياسة المالية والنقدية أهمية محورية في إدارة وتوجيه هذا النشاط ، فطغى فكره على الفكر المحافظ المتمثل بالكلاسيك والنيوكلاسيك والذي حارب هذا التدخل وقدس مبدأ حياد الدولة بماليتها وموازنتها العامة ، وبالفعل توسع الإنفاق العام الحكومي توسعًا هائلاً في دول أوروبا الأكثر رأسمالية (كفرنسا وألمانيا الاتحادية وبريطانيا) ووجه للخدمات الاجتماعية والمدفوعات التحويلية وعلى بعض المشروعات الأساسية التي تملكها الدولة .

ولم تكن المالية العامة في دول العالم الثالث بمعزل عن هذه الثورة فقد زاد تدخل الدولة الوطنية في الحياة الاقتصادية لمواجهة التشوهات الهيكلية في بنيانها الإنتاجي لتحقيق التنمية والارتقاء بمستوى معيشة الأغلبية الساحقة من المواطنين الذين رزحوا طويلاً تحت ثالوث الفقر والمرض والجهل .

أهمية البحث :

تكمن أهمية البحث في أنه يتناول قضية مهمة تعيشها سوريا وهي مسألة السندات الحكومية ودورها الفعال في تخفيض عجز الموازنة.حيث يُعَدّ موضوع الموازنة العامة ، وبالأخص عجزها ، من الموضوعات الرئيسية التي واجهت الدول النامية لدى إقدامها على تنمية اقتصادياتها ، نتيجة عدم توفر التمويل المحلي مما دفع هذه البلدان إلى إصدار السندات الحكومية لردم فجوة التمويل . إذا ما تم توجيهها بالشكل الصحيح ، إضافة إلى دورها الهام في الإصلاح الاقتصادي.

مشكلة البحث :

إن إشكالية البحث تتركز حول الفكرة الآتية : كيف يمكن للسندات الحكومية أن تحقق الغاية والهدف المنتظر من إصدارها ؟ وما هي السبل الكفيلة لزيادة فاعلية إصدارها ؟ والى أي حد تعد حلاً ناجعاً لمشكلة عجز الموازنة في سوريا .

هدف البحث :

يهدف هذا البحث إلى التعرف على مايأتي :

1-دور المدخرات الوطنية وعدم قدرتها على تمويل التنمية الاقتصادية في سوريا

2- دور السندات الحكومية في تخفيض عجز الموازنة

3- دور السندات الحكومية في عملية الإصلاح الاقتصادي

4-الأهمية الاقتصادية لتطوير السوق المالية الحكومية في سوريا .

فروض البحث :

تستند الفرضيات الرئيسية لهذا البحث إلى مايأتي :

1- هناك علاقة عكسية بين عجز الموازنة العامة للدولة والنمو الاقتصادي .

2- عدم صحة ممارسة الدولة لتعبئة الموارد المالية وتوجيهها لتغطية الإنفاق الجاري وتحويل ما يفيض منها إلى برامج الاستثمار .

3- للسندات الحكومية في ظل سوق الأوراق المالية أهمية كبرى في تحقيق كفاءة عالية في عملية توظيف الموارد التمويلية المتاحة .

4-إحداث سوق للسندات الحكومية يعد قفزه نوعية جديدة باتجاه تحديث وتطوير القطاع المالي والنقدي في سوريا.

منهج البحث :

يعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي وذلك بتحليل جميع العوامل والظروف التي أدت إلى سياسة التمويل بالعجز ومن ثم إيضاح دور السندات الحكومية في سوريا كوسيلة علاجية لتخفيض عجز الموازنة وبالتالي دورها في عملية التنمية الاقتصادية.حيث تمت الدراسة خلال الفترة الزمنية (2003-2009م)حيث تم مناقشة موازنة 2009 ومقارنتها مع الأعوام الأخرى .

حيث تم دراسة البحث عبر :

المقدمة

الفصل الأول : الأوراق المالية

المبحث الأول:مفهوم الأوراق المالية

المبحث الثاني: الأوراق المالية الحكومية وأهميتها

الفصل الثاني : دور التمويل الداخلي في عملية التنمية الاقتصادية في سورية

المبحث الأول : التمويل الداخلي – مفهومه ومصادره

المبحث الثاني : السندات الحكومية في سوق الأوراق المالية الحكومية

الفصل الثالث :السندات الحكومية وأثرها على الموازنة العامة في سورية .

المبحث الأول : دور السندات الحكومية في تخفيض العجز في الموازنة العامة السورية

المبحث الثاني : السندات الحكومية ودورها في برنامج الإصلاح الاقتصادي

النتائج والتوصيات

الدراسات السابقة:

1-رسالة دكتوراه بعنوان / سوق الأوراق المالية ودورها في عملية التنمية الاقتصادية /، إعداد الطالب أحمد طارق منصور ، جامعة حلب ، كلية الاقتصاد ، عام 2009 .

حيث طرحت أن وجود سوق للأوراق المالية يساهم في تنمية الفكر المؤسسي وتطويره لدى القطاعات الاقتصادية وترسيخ مفهوم استمرارية المنشأة وتوفير البيئة المثالية لتنمية روح التطوير والابتكار .

2-رسالة دكتوراه بعنوان / دور التمويل في التنمية الاقتصادية في سورية /، إعداد الطالب مصطفى حسين ، جامعة حلب ، كلية الاقتصاد ، عام 2002.

حيث طرحت انخفاض معدل المدخرات المحلية إلى مادون مستوى الاستثمار اللازم لتحقيق معدلات التنمية المستهدفة ، وهو ما يعرف بفجوة التمويل المحلي أو فجوة الادخار – الاستثمار ، ووجود علاقة عكسية بين المدخرات المحلية والتمويل الخارجي ، أي كلما نقصت المدخرات المحلية كلما زادت الحاجة إلى رؤوس الأموال الخارجية.

3- رسالة ماجستير بعنوان /تطوير دور مصرف سورية المركزي لرفع كفاءة محاسبة الدين العام /، إعداد الطالب محمد عبد الله هاشم ، جامعة تشرين ، كلية الاقتصاد ، عام 2003.

حيث طرحت أن الدين العام يمثل في فترة معينة الاقتراض السابق لتلك الفترة والذي لم يسدد بعد . وينشأ الدين العام كنتيجة لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة بالاقتراض ، وتقترض الحكومات محلياً من المصارف التجارية والمصرف المركزي أو من المؤسسات المالية وغير المالية بالإضافة إلى الجمهور .كما طرحت أيضاً بأن مقدرة المصرف المركزي تتوقف على التحكم بالسيولة المحلية على الهيكل المالي للاقتصاد ، وعلى تنوع أدوات السياسة الاقتصادية المتاحة للمصرف المركزي .

وما يميز دراستي : أن الدراسات السابقة درست سوق الأوراق المالية ودور التمويل في عملية التنمية الاقتصادية و أظهرت دور المصرف المركزي في رفع كفاءة محاسبة الدين العام ولكنها لم تطرح وسائل جديدة في سوق الأوراق المالية تساعد في عملية التنمية الاقتصادية وعجز الموازنة في سوريا . لذلك جاءت دراستي للسندات الحكومية كأحد السبل الجديدة لتخفيض عجز الموازنة وتحقيق كفاءة أداء التنمية الاقتصادية . آملة أن تأتي بالإفادة بشيء جديد يسهم في حل المشكلات الاقتصادية وعجز الموازنة الذي تعاني منه سوريا .

الفصل الأول

الأوراق المالية

رأس المال هو العنصر الأساس في التنمية الاقتصادية ، وإن المصدر الاعتيادي لهذا العنصر هو المدخرات الوطنية ، وفي معظم البلدان النامية تعجز هذه المدخرات عن تأمين التمويل اللازم للبرامج التنموية الطموحة ، الذي يتحتم عليها إما الاستعانة بالمصادر الخارجية أو المصادر الداخلية ، والذي يمكن أن يتم إما بطبع النقود أو طرح سندات للاكتتاب العام أو الاقتراض من النظام المصرفي بأسعار السوق[1]

ويتفق معظم الاقتصاديين أن تمويل الاستثمار داخلياً بمعدل يتجاوز معدل الادخار القومي محفوف بمخاطر التضخم النقدي وخفض مستوى الاستهلاك الجاري. وتلجأ بعض البلدان النامية عادة لأسلوب الاقتراض الداخلي عوضاً عن الاستدانة الخارجية .

وفي سبيل ذلك تصدر سندات أو أذونات الخزانة للاكتتاب العام لتمويل العجز في الموازنة . التي سوف نقوم بدراستها في المبحث الآتي من حيث مفهومها – أهميتها – دورها في تخفيض العجز في الموازنة العامة .

1 - حسين ، مصطفى: رسالة دكتوراه بعنوان /دور التمويل الخارجي في التنمية الاقتصادية في سوري/ ، كلية الاقتصاد ، جامعة حلب ،2002، ص231-232.

المبحث الأول

مفهوم الأوراق المالية

كل شركة مساهمة لها رأس مال، ورأس مال الشركات هو مصدر التمويل الذاتي للشركة ويتم تحديده في بداية المشروع وزيادته مع تطور الشركة بناء على دراسة الاحتياجات الاستثمارية ومصادر التمويل المتاحة، وينقسم رأس المال إلى رأس المال المرخص به ويتم ترخيص الشركة به، ورأس المال المصدر وهو الذي يتم الاكتتاب فيه، وقد يدفع رأس المال المصدر بالكامل وقد يدفع جزء منه على دفعات بما لا يقل عن الربع ليتكون رأس المال المدفوع، ويتم تقسيم رأس المال المصدر في الشركات المساهمة إلى عدد من المساهمات بقيمة اسمية ثابتة فيما يعرف باسم السهم، حيث رأس المال المصدر يساوي عدد الأسهم المصدرة في القيمة الاسمية للسهم. إذن السهم يمثل ملكية في جزء من رأس مال شركة مساهمة ويحق لحامله ملكية في صافي أصول الشركة بنسبة المساهمة، وكذلك الحق في التصويت على قرارات الشركة من خلال ما يعرف باسم الجمعية العامة للمساهمين واختيار أعضاء مجلس الإدارة ومحاسبتهم والترشيح لعضوية مجلس الإدارة ويشارك السهم في نتائج أعمال الشركة وتتعدد أنواع الأسهم حسب الملكية من أسهم اسمية باسم مالكها وأسهم لحامله تتحدد ملكيتها بالحيازة، وكذلك حسب الحقوق من أسهم عادية إلي أسهم ممتازة لها حقوق خاصة مثل أولوية توزيع الأرباح.ويمثل السند مديونية علي الشركة المصدرة له مقابل الحصول على الأموال مع تعهد الشركة بصرف معدل عائد دوري مقابل هذا الدين، وقد يكون السند ذا معدل عائد ثابت وقد يكون له معدل عائد متغيراً، وقد يكون بضمان عيني أو غير عيني وتتحدد تواريخ سداد السندات حسب قواعد الإصدار مثل هل تسدد في تاريخ معين أو تستهلك على دفعات على سبيل المثال[1].

1 - نشر في الاقتصادي : الاستثمار في البورصة ، الاثنين 7 انوفمبر 2003،ا لعدد 1819.

أولاً- تعريف الأوراق المالية:

وهي عبارة عن أدوات أو مجالات استثمار وتمويل طويلة وقصيرة الأجل يتم التداول عليها في سوق منظم خاص بها يسمى بسوق الأوراق المالية أو بورصة الأوراق المالية وبمعنى أخر هي :" أدوات الاستثمار المالي وهي تعدّ أصولاً مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها ، وهذه الأوراق هي صكوك أو مستندات تعطي لحاملها أو صاحبها الحق في الحصول على عائد محدد مسبقاً ، كما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة ، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت[1] .

أوهي أدوات استثمار تكون على شكل مستندات تعطي لحاملها أو صاحبها الحق في الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبقاً ، كما أنها تضمن لأصحابها في نهاية المدة حق استرداد قيمتها الأصلية أو جزء من الأصول المادية المقابلة لها بالإضافة لحق التصرف فيها وفي أيّ وقت يشاء . ويمكن تعريفها أيضاً بأنها عبارة عن شهادات ملكية أو صكوك دائنة مقابل الحصول على توزيعات من الأرباح أو العوائد الثابتة أو المتغيرة[2] .

ثانياً- خصائص الأوراق المالية[3]

1. تتميز بكون بعضها يقوم مقام الآخر عند الوفاء، الأمر الذي يترتب عليه أن يتحدد لها في السوق- سواء كانت البورصة أو غيرها – سعر موحد لكل ورقة مالية من ذات الإصدار سواء تعلق الأمر بالأسهم أو السندات.
2. تعتبر مخزناً للقيمة – وبخاصة الأسهم – حيث تتزايد قيمتها مع استمرار نجاح الشركة أو المشروع المصدر وذلك فضلاً عما تدّره على حائزها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة – إن لم يكن ربحاً – وفي أسرع وقت بحيث يكون التعامل في هذه الأوراق مشابهاً للإيداع والسحب من حسابات المصارف مع ما تتميز به من عائد أكبر وإمكانية زيادة رأسمال بالنسبة لبعضها .

---

1 - سعيد ، توفيق : الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين شمس44، شارع قصر العيني ، القاهرة ،2002، ص49.

2 - شاكر، نبيل : الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات (منهج تنمية القدرات المعرفية والمهارية) ، مكتبة عين شمس 44، شارع القصر العيني ،القاهرة ، الطبعة الثالثة ، 2000 ،ص80-88 .

3 - المحامي ياسين، محمد :البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت ، لبنان ، 2004، ص41.

3. تسمح بتعبئة المدخرات وتحسين وتوزيع الدخول نظراً لإمكانية إصدارها بقيم تناسب مختلف المدخرين ،الأمر الذي يمكّن من تعبئة موارد مالية كبيرة بقدر اتّساع قاعدة المشاركين، وليس لمجرد مقدرتهم المالية.

4. تتميز الأوراق المالية بأنها قابلة للتداول بالطرق التجارية، الأمر الذي ييسر قيام سوق للأوراق المالية تتميز بسرعة التعامل بها دون إغراق في الشكليات مما يعّوق تداولها بين أصحاب الحقوق فيها. ومن هنا، فإن محاولات زيادة كفاءة الأسواق التمويلية تقتضي توفير العناصر والمناخ المناسبين لتنوع الأوراق المالية، بحيث تشتمل الخصائص التي تقابل متطلبات المستثمرين والمقترضين من حيث الحجم ، فترة الاستحقاق ، درجة السيولة وتوقيت طرحها في الأسواق"

ثالثاً-أنواع الأوراق المالية[1]

1. السندات Bonds
2. الأسهم (العادية- الممتازة) Common/ Preferred Stocks
3. الأوراق المالية المشتقة (المهجنة)Derived Securities
4. أوراق مالية أخرى

1- السندات:Bonds

يوجد عدة أنواع مختلفة من السندات، كالسندات المضمونة بأصول ،والسندات العادية والسندات من الدرجة الأولى أو من الدرجة الثانية – وكل هذه الأنواع لها تاريخ استحقاق محدد حيث ينبغي أداء هذه الالتزامات ولحملة هذه السندات الحق في الحصول على دخل ثابت إما يدفع سنوياً أو نصف سنوي أو ربع سنوي بصرف النظر عن الدخل الذي حققته الشركة .

2- الأسهم العادية:Common Stocks

تتصف أسهم رأس المال بالدوام أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد طالما أن الشركة قائمة ومستمرة، ولكن من حق حملة الأسهم الحصول على صافي الدخل، وكذلك المتبقي من أصول الشركة بعد سداد كافة الالتزامات الأخرى ذات الأولوية في السداد، ويعني هذا أن احتمال أن يحصل أصحاب الأسهم العادية على عوائد أكبر من العائد الذي يحصل عليه حاملي السندات (حيث تحصل السندات على عائد ثابت) ولكن المخاطر التي يتعرض لها الملاك أكبر طالما أن حقوقهم مرتبطة بالدخل المتبقي بعد سداد

---

1 - حنفي ، عبد الغفار :الاستثمار في الأوراق المالية، جامعة الإسكندرية ،مصر،2007، ص36-37.

الالتزامات ذات الأسبقية .من ناحية أخرى لا يوجد أي التزام قانوني لدفع توزيعات حيث تتم بناء على اقتراح مجلس الإدارة وبعد موافقة الجمعية العمومية للمساهمين.

3- الأسهم الممتازة:Preferred Stocks

يمثل السهم الممتاز سند الملكية وله قيمة اسمية.ودفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، والسهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق ولكن من الممكن أن ينص في العقد على استدعائه في توقيت لاحق . إن حامل السهم الممتاز له الأولوية على حملت السهم العادي في أموال التصفية وله الحق في التوزيعات السنوية، تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، أما إذا لم تحقق المنشأة أرباح في سنة معينة، أو حققت أرباح فإنه لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة السهم العادي في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة السهم الممتاز على التوزيعات . ومن مزايا التمويل بالأسهم الممتازة أن المؤسسة ليست ملزمة قانوناً بإجراء التوزيعات كل سنة تحقق فيها الأرباح، كما أن إصدار الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة وهو ما يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للمنشأة، أما عيوب التمويل بالأسهم الممتازة فيتمثل في ارتفاع تكلفتها نسبيًا فتكلفة التمويل بالأسهم يفوق التمويل بالاقتراض لأن التوزيعات لا يتحقق منها وفر ضريبي كما أن حملتها يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضين ومن ثم يطلبون عائداً أعلى.

جدول رقم -1- يبين خصائص الأوراق المالية

الورقة المالية عامل مقارنة	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أولا : الحق في الحصول على دخل 1-من حيث الأسبقية 2- من حيث مبلغ الدخل أو العائد	الدرجة الأولى في السداد ثابت ومحدد	المرتبة الثانية ثابت ومحدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد
ثانيا:الحق في الأصول عند التصفية 1-درجة الأسبقية 2-المبلغ	المرتبة الأولى محدد	المرتبة الثانية ومحدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد
ثالثا : الحق في استرداد القيمة 1-تاريخ الاستحقاق	إجباري محدد مسبقاً وله تاريخ سداد	(القيمة الاسمية)غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	المتبقي غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق

(الجدول من إعداد الباحثة)

خلال الجدول أعلاه يتضح أن الأسهم العادية هي الأكثر خطراً من بين الأوراق المالية بينما الأسهم الممتازة تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات .

4- الأوراق المالية المشتقة :Derived Securities

تدخل الأصول المالية الأخرى غير الثلاثة أنواع السابقة تحت هذه الفئة مثل السندات أو القروض القابلة للتحويل إلى أسهم والقروض ذات الحق في شراء عدد من أسهم المنظمة خلال فترة معينة متفق عليها وبسعر محدد مسبقاً والخيارات، فهي تشتمل على خصائص مشتقة من ورقة أخرى كحق حامل السند عدد من الأسهم العادية التي تصدرها المنظمة بسعر متفق عليه .

5-أوراق مالية أخرى:

هي أدوات مستحدثة وانتشرت في السنوات الأخيرة وأخذت أشكالاً متعددة وكان الغرض منها أساساً حماية المستثمر ضد مخاطر التغير في السعر ومن أبرز هذه الأدوات عقود الاختيار، وعقود مستقبلية

أ- عقود الاختيار

يعرف عقد الخيار (الاختيار): بأنه اتفاق بين طرفين يمنح بموجبه أحدهما للأخر الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع أصلٍ معينٍ أو أداة مالية معينة خلال فترة محددة (الاختيار الأمريكي)، أو في تاريخ محدد (الاختيار الأوروبي) بسعر يتم الاتفاق عليه مقدما. و الأداة المالية يمكن أن تكون سهماً أو سنداً أو سعر فائدة، أو عملة، أو أية أداة مالية متداولة في الأسواق المالية العالمية [1]

و نظراً لأن للمشتري حق الخيار الحق في تنفيذ عقد الخيار، أو عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمحرر عقد الخيار (البائع) مكافأة مالية غير قابلة للرد(العلاوة)، تمثل ثمن شراء حق الخيار، و على الرغم من ذلك، فإن حق الخيار لا يعطي حامله حقاً مباشراً في ملكية الشركة المصدرة للسهم،أو في أرباحها طالما لم يتم تنفيذه.

ذلك لأن عقود الخيار هي بطبيعتها عقود آجلة والذي يؤخذ مما سبق أن عقد الخيار ما هو إلا عقد بين طرفين، طرف مشترٍ لحق الخيار، وطرف بائع لهذا الحق، ولمشتري هذا الحق مطلق الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته. ومقابل حصول المشتري على هذا الحق،لابد وأن يقوم بدفع ثمنٍ للميزات التي سيحققها في حال ممارسته لهذا الحق.

---

1 - مطر، محمد ، تيم، فايز: إدارة المحافظ الاستثمارية ، جامعة بترا ، الأردن ، 2005، ص256.

تتميز عقود الخيار بما يلي :

أ-أنها قدمت بعداً جديداً للأدوات المالية، حيث أصبح بالإمكان المتاجرة بتقلبات الأسعار نفسها والمتاجرة بمؤشرات أسواق المال مثل مؤشر داو جونز أو مؤشر نيكاي.

ب - أنها تقدم للمضارب في السوق المالي قوة رافعة كبيرة حيث يستطيع عن طريقها الحصول على حق شراء موجودات مالية ضخمة، وتحقيق أرباح كبيرة بمبالغ قليلة هي عبارة عن ثمن حق الخيار.

ج- لقد أصبح مديرو الخزينة في الشركات العالمية والمؤسسات المالية الكبيرة الحجم قلقين من تحركات أسعار العملات، وأسعار الفائدة، وأسعار المنتجات الاستهلاكية، وقد وجد أولئك المديرون في استعمال حقوق الخيار(التي تعدُّ من أهم منتجات الأسواق المالية الحديثة) الوسيلة التي تحميهم من تغيرات الأسعار، وبالتالي التخفيف من قلقهم .

ب- العقود المستقبلية

هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع سلعة معينة أو ورقة مالية بسعر يحدد وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية، على أن يتم استلامها أو تسليمها في تاريخ لاحق في المستقبل، وعلى أن يلتزم كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه في صورة نقدية، أو في صورة أوراق مالية وذلك لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزامات المترتبة عليه[1] .

ولقد كان ظهور العقود المستقبلية في مجال السلع الزراعية في القرن التاسع عشر، وكانت وليدة حاجة المزارع من ناحية بحيث تضمن للمزارع بيع محصوله بسعر معقول ، وللصناعي الذي يستعمل المواد الزراعية من ناحية أخرى ما يحتاج إليه من مواد زراعية بسعر مناسب.

وبهذا يأمن الطرفان من تقلبات الأسعار التي قد تنتج عن القحط أو الفيضانات، كما يستطيع كل من المزارع والصناعي أن يضمن لنفسه رؤيةً مستقبلية بوضوح أكثر، لأن كلاً منهما يملك عقداً يمكنه من الحصول على سلعة معينة بسعر محدد سلفاً لن يتأثر بتقلبات الأسعار في الأسواق المستقبلية. ومع مرور الأيام تعددت العقود المستقبلية وتنوعت، فبالإضافة إلى مجال المواد الزراعية، أصبحت تشمل المواد الأولية الصناعية،وبعض المعادن الثمينة،والسندات الحكومية،أذونات الخزانة،حتى العملات،الأمر الذي زاد من إقبال المضاربين عليها، وأضحت كغيرها من مجالات الاستثمار[2].

---

1 - مطر، محمد . تيم، فايز: إدارة المحافظ الاستثمارية ، مرجع سابق ، 2005، ص256.

2 - هندي، منير إبراهيم: الفكر الحديث في إدارة المخاطر. الهندسة المالية باستخدام التو ريق والمشتقات. الجزء الثاني: العقود الآجلة والعقود المستقبلية،منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 2000، ص 160.

خصائص العقود المستقبلية :

أ-الصفة الأساسية للعقود المستقبلية تتمثل في أن الالتزام بالتنفيذ يتم مستقبلاً، ولكن بشروط يتم الاتفاق عليها .

ب- في الوقت الحاضر لا تتم المتاجرة بالعقود المستقبلية بين البنوك ، بل تتم في الأسواق المالية التي حددت مواصفاتها ، وأوقات المتاجرة بها ، ومواعيد الاستلام والتسليم.

رابعاً-مزايا ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية بشكل عام

يتميز الاستثمار في الأوراق المالية بمزايا كثيرة يمكن إجمالها بالآتي[1] :

1-يوجد للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم من النادر أن تتوفر للأدوات الاستثمارية الأخرى ، فهناك سوق أولي وسوق ثانوية وكما يوجد أحيانا سوق ثالث وسوق رابع .

2-انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مقارنة مع تكاليف المتاجرة بالأدوات الاستثمارية الأخرى.

3- سهولة عملية تقويمها واحتساب معدلات عوائدها .

4- وجود المختصين والقادرين على تقديم الخبرة والمشورة للمستثمرين كالوسطاء والسماسرة .

أما المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية[2] :

1- مخاطر سعر الفائدة :هي التغيرات التي تحدث في العائد على ورقة مالية نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة ، حيث أن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة عكسية .

2- مخاطر السوق :هي التغيرات التي تحدث في الفوائد على الأوراق المالية نتيجة للتغيرات في السوق ككل كالركود الاقتصادي أو الحروب .

3- مخاطر التضخم :ففي حال التضخم ، يتأثر العائد الحقيقي حتى ولو كان العائد الاسمي مضمون (مثل حالة السندات الحكومية) .

4- مخاطر الأعمال : هي المخاطر الناتجة عن التعامل في صناعة معينة.على سبيل المثال، يمكن أن تواجه شركة محلية لصنع السيارات منافسة قوية من منتجين أجانب .

5- المخاطر المالية : هي المخاطر المرتبطة بنسبة الديون المستخدمة في هيكل رأسمال الشركة .

6- مخاطر السيولة: هي مدى صعوبة بيع وشراء هذه الأوراق المالية في السوق الثانوي .

7- مخاطر سعر الصرف :هي المخاطر المرتبطة بالتغيرات في أسعار الصرف ولا سيما بالمستثمرين الذين يستثمرون في الأسواق العالمية .

8- المخاطر السياسية:تؤثر هذه المخاطر على قرار كل من المستثمر المحلي والأجنبي.

---

1 - صافي، أحمد وليد : سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 1997 ،ص18.

2 - خضور ، حسان : أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية ، المعهد العربي للتخطيط ، يناير 2004(انترنت).

ويمكن أيضاً وضع تلك المخاطر ضمن إطارين: المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة

أ – المخاطر المنتظمة أو المخاطر غير القابلة للتنويع : هي ذلك الجزء من المخاطرة الذي تسببه عناصر تؤثر على السوق ككل ، ومن ثم لا يمكن التخلص منه من خلال التنويع لأنه يؤثر على كل الشركات في نفس الوقت .ومن بين هذه العناصر هناك التضخم وأسعار الفائدة والسياسات المالية والنقدية .

ب- المخاطرة غير المنتظمة أو المخاطرة القابلة للتنويع :المخاطرة التي تسببها عناصر خاصة بالشركة ، وبالتالي يمكن التخفيض من حدتها من خلال التنويع لأن أي تأثيرات سلبية على شركة قد تقابلها تأثيرات ايجابية على شركة أخرى . ومن بين هذه العناصر هناك إضراب العمال ، سوء إدارة الشركة وارتفاع مستوى الديون .

خامساً- سوق الأوراق المالية

يمكن توضيح هيكل سوق الأوراق المالية كما يأتي[1]:

1- **السوق الأولية** :يجب قبل دراسة وتحليل أوراق مالية معينة أن نوضح الفرق بين السوق الأولية والثانوية ، فالسوق الأولية هي تلك السوق حيث يكون بائع الورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها أي أن المنظمة هي البائعة لهذه الأوراق – فمثلاً إذا أصدرت شركة جنرال موتورز أسهما إضافية أو شركة أبو قير للأسمدة – فهذه الأسهم تطرح للاكتتاب لأول مرة فيما يسمى بالسوق الأولية حيث تحصل الشركة على صافي المتحصلات من هذا الإصدار .تتصف عملية الإصدار هذه بأنها غير دورية ، وغير متكررة ، وإذا رغب المستثمر الذي اكتتب في أسهم الشركة بيع هذه الأسهم – فإن البائع للسهم في الحالة مستثمر أخر غير الشركة التي أصدرت الأسهم لأول مرة ، حيث تتم فيها يسمى بالسوق الثانوية .

2- **السوق الثانوية للأوراق المالية**:هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل في الأسهم والسندات التي سبق إصدارها وتم تداولها بين المستثمرين ، فمثلاً إذا رغب مستثمر الحصول على 100 سهم من أسهم شركة IBM من بورصة نيويورك – فقيمة هذه الأسهم لا تذهب إلى الشركة وإنما إلى بائع هذه الأسهم ، وهذا يعني أن التعامل يتم بين المستثمرين ولا دخل للشركة في عملية التداول والتغيير الذي طرا على إصدار شركةIBMهو التغيير في حملة الأسهم .

---

1 - حنفي ، عبد الغفار : الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق ، ص 39.

سادساً– وسطاء وسماسرة الأوراق المالية[1]

تتم غالبية التعاقدات والتعاملات في الأوراق المالية بواساطة شركات تعمل في مجال الوساطة والسمسرة فهي تعتبر وكيل عن المستثمرين، فإذا كان السمسار وكيلاً فانه يحصل على سمسرة أو عمولة مقابل ذلك. يأخذ الوسيط التاجر عدة مواقف متباينة – فقد يشتري ويبيع الأوراق المالية لحسابه في الأجل القصير وليس الغير مثل السمسار، لأنه لو احتفظ بالأوراق لفترة طويلة فانه يتحمل الخسارة الناتجة عن انخفاض أسعارها .يحصل الوسيط التاجر على الفرق بين سعر شراء الورقة وسعر البيع لطالبها ، فهو يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه انتظاراً لتلبية أوامر العملاء لذلك يطلق عليهم صانعي السوق.مما يعني أن معظم الشركات تقوم بعمليات السمسرة وتجارة الأوراق المالية ، وهي تتحمل المخاطر الناتجة عن ذلك ، بينما يعمل السمسار لحساب الغير مقابل عمولة ولا يتحمل أي مخاطر .

سابعًا– بنوك الاستثمار وإصدار الأوراق المالية[2]

تقوم بنوك الاستثمار بأعمال السمسرة والاتجار في الأوراق المالية فهي تغطي معظم الإصدارات الأولية التي تطرح للاكتتاب العام بالإضافة إلى تقديم العديد من الخدمات والتي تتوقف على نوع الإصدار والشركة المصدرة لهذه الأوراق ، فئات ونوع المستثمرين ويمكن تلخيص أهم الخدمات التي تقدمها بنوك الاستثمار فيما يأتي :

1–يتم تقديم الاستشارة في مرحلة ما قبل الإصدار (وظيفة الاستشارة) وإدارة لإصدار من حيث دراسة حالة السوق المالية والمركز المالي للشركة ، وتوقيت عملية الإصدار وسعر الإصدار المناسب .

2–وظيفة تنفيذ التعهد بتغطية الإصدار وتحمل المخاطر

3–وظيفة بيع وتوزيع الأوراق المالية .

ونناقش باختصار هذه الوظائف كما يلي :

1– وظيفة إدارة الإصدار : حيث يقوم البنك بوظيفة متعهد إدارة وتغطية الإصدار منذ اليوم الأول لهذا الإصدار ، بالإضافة إلى تقديم الخدمات الاستشارية للشركات المصدرة من حيث بيان نوعية الأوراق التي يتقبلها السوق ، والوقت المناسب للإصدار ، **وسعر الإصدار في ظل توافر كافة الاشتراطات القانونية .**

2– وظيفة المتعهد لتغطية الإصدار : حيث يتم تكوين اتحاد مع شركات أخرى أو بنوك لتغطية الإصدار بالكامل ، مما يعني ضمان حصول الشركة المصدرة على قيمة الإصدار دون تحمل مخاطر عدم الشراء أو توزيع هذه الأوراق ، وتنتقل ملكية هذه الأوراق إلى المتعهدين حتى يتم طرحها للاكتتاب فيما بعد .

---

1 - غطاس ، نبيه : معجم المصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال ، بيروت، لبنان، ، 2001، ص 74.

2- Alfredo Schclarek, Industr,Diversification.Financial Development and Productivity – Enhancing Investments,2004 op.cit.60,.

المبحث الثاني

الأوراق المالية الحكومية وأهميتها

في ضوء عملية الإصلاح والتطوير الشاملة في سورية وخاصة إصلاح وتطوير القطاعين المالي والنقدي وتطوير كلاً من السياسة المالية والنقدية وتوفير أدوات جديدة لإدارة سياسة نقدية فاعلة، فقد تم إصدار المرسوم التشريعي رقم 60 تاريخ 2007/10/1 الخاص بإصدار الأوراق المالية الحكومية بهدف تمويل عجز الموازنة العامة للدولة عن طريق إصدار أوراق مالية حكومية؛ والتي سوف تخلق أيضا نوع من الأدوات الغير مباشرة يستخدمها المصرف المركزي للتحكم بالكتلة النقدية في البلد، حيث سوف يتم وضع أحجام ومواعيد الإصدارات من قبل وزارة المالية وقد تضمن المرسوم في المادة 6 منه إنشاء قسم الأوراق المالية الحكومية في مصرف سورية المركزي الذي سيكون مسؤولاً كوكيل لوزارة المالية في إدارة مزادات وتسوية الأوراق المالية الحكومية ومن أهم مهامه:

- إدارة مزادات الأوراق المالية الحكومية بطريقة المزادات بسعر موحد لأذونات الخزينة حيث يخصص لكل عارض ناجح أوراق مالية عند العائد الأقصى الذي يكون المصدّر على استعداد لدفعه (أي سعر القطع– Cut-off Yield) الذي تحدده وزارة المالية، وبالنسبة للسندات يتم اتباع طريقة (سعر العائد المرجح –Waited Average) الذي يتم احتساب قيمة الكوبون على أساسه.
- تنظيم سجل الكتروني يسمى (سجل السندات الحكومية) يقيد فيه بصورة خاصة مايأتي:- اسم مالك السند الحكومي- أي تغير يقع على ملكية السند أو رهنه أو حجزه.
- يقوم القسم بتشغيل نظام تسديد وتسوية على صيغة مدخلات محاسبية وعلى أساس مبدأ /التسليم مقابل الدفع/ ويحدد حاكم مصرف سورية المركزي أسـلوب عمل النظام وخصائصه التشغيلية بعد التشاور مع السيد وزير المالية وهيئـة الأوراق والأسواق المالية
- يزود مصرف سورية المركزي وزارة المالية عن طريق القسم بتقارير دورية منظمة عن أوضاع الأوراق المالية الحكومية بصورة يتفق عليها بين الجهتين.
- يعتبر مصرف سورية المركزي مسؤولاً عن تسجيل الملكية لصالح المالك في السجل الذي يعتبر دليل على ملكية الورقة المالية.

أولاً- الأوراق المالية الحكومية

عرفت هذه الأوراق كما وردت في المرسوم التشريعي رقم (60) تاريخ 2007/10/1 بأنها أذونات وسندات الخزينة والأوراق المالية الإسلامية الصادرة عن وزارة المالية التي تسجل قيمتها الاسمية باسم المالك في السجل[1] .

تعدُّ الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية، . حيث تمثل هذه الأوراق صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، كما أنها الأكثر جاذبية. وتصنف الورقة المالية حسب آجالها إلى قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل، وتم تعريفها على الشكل الآتي :

أذونات الخزينة: هي أوراق دين حكومية قصيرة الأجل تاريخ استحقاقها لا يتجاوز السنة.

سندات الخزينة: هي أوراق دين حكومية متوسطة وطويلة الأجل مدة استحقاقها يزيد عن سنة ولا يتجاوز (30) سنة.

الأوراق المالية الإسلامية: هي أدوات مالية تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية تصدر باسم المالك بقصد التمويل وتكون قابلة للتداول.

1- المرسوم التشريعي رقم(60) الخاص بإصدار الأوراق المالية الحكومية بتاريخ 2007/10/1الصادر عن الجمهورية العربية السورية.

ثانيًا- السندات الحكومية

أ- مفهوم السندات في اللغة والاصطلاح

السند في اللغة : يأتي بمعنى الاعتماد والركون إليه والاتكاء عليه ، وما ارتفع من الأرض وجمعه أسناد ، ولكن عندما أصبح السند علماً لنوع معين من الأوراق المالية جاز جمعه على السندات.

السند في الاصطلاح الاقتصادي : عرف فقهاء القانون التجاري السند بتعريفات عدة ، نذكر منها مايلي :

السند وثيقة تثبت تمتع صاحبه بحق معين سواءً أكان في ملكية شيء أم في إمكانية تمتعه بخدمات معينة ، أم أن له ديناً على شخص طبيعي أو معنوي

أو السند : صك قابل للتداول ، ويثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه في المواعيد المحدد لانتهاء مدة القرض[1] .

أو السند : صك يمثل قرضاً يصدر بقيمة متساوية قابل للتداول وغير قابل للتجزئة وتجمع هذه التعريفات في تعريف جامع هو أن السندات صكوك متساوية القيمة ، تمثل ديوناً في ذمة الشركة التي أصدرتها ، وتثبت حق حامليها فيما قدموه من مال ، أو اقتضاء الدين المثبت على الصكوك في مواعيد استحقاقها وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية[2].

ب- حقوق حملة السندات[3]:

1- الحق في الفوائد: لحامل السند الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها في المواعيد المتفق عليها بشرط ألا تزيد على الحد الأقصى المسموح به قانوناً. وتعدُ الفائدة جزءاً من الدين ، فمتى حل أجل استحقاقها تعين على الشركة الوفاء بها أيا كان مركزها المالي .

وتحدد هذه الفائدة بمعدل ثابت أو بنسبة معينة من الأرباح أو الاثنين معاً.

2- استيفاء قيمة السند عند حلول الأجل : تلتزم الشركة برد قيمة السند لحامله عند حلول الأجل المتفق عليه . فان تقاعست عن الوفاء ، أو توقفت عن الدفع ، جاز لحامل السند مقاضاتها للحصول على حقه أو طلب شهر إفلاسها .

ولا يجوز للشركة أن تدفع قيمة السند قبل حلول الأجل المتفق عليه ، كما لا يجوز للحامل أن يطالبها بالدفع قبل حلول الأجل ، لأن الأجل مقرر لمصلحة الطرفين فلا يجوز لأحدهما تعديله إلا بموافقة الأخر .

1- علية ، محمد بشير: القاموس الاقتصادي ،المؤسسة العربية للدراسات والنشر ،بيروت، لبنان،2000، ص 229.

2- John& Jordan ." Dictionary of Finance international terms ",2003 op . cit. p,42 ,Kenneth &Alan ." Guide to understanding money.

3- المحامي، ياسين ، محمد: البورصة ،مرجع سابق ، ص50-51.

3-الحق في تداول السند بالطريقة التجارية: تختلف طريقة تداول السند باختلاف الشكل الذي يصدر فيه. فان كان اسميا ، يتم تداوله بطريقة القيد في سجلات الشركة ، وإن كان لحامله يقع تداوله بطريق التسليم ، وإن كان لأمر فيتداول بالتظهير.

جـ-عوائد السندات وأهميتها الاقتصادية[1]:

السؤال الذي يطرح نفسه هنا : ما هو العائد الذي تقدمه لي السندات ؟

هناك نوعين من العوائد على السندات:

العائد الجاري: العائد السنوي على أصل السند.

العائد حتى تاريخ الاستحقاق: يعادل كافة الفوائد التي تتلقاها من وقت شرائك للسندات حتى تاريخ استحقاقها بالإضافة إلى أي أرباح رأسمالية وطرح أي خسائر رأسمالية.

تعتمد عوائد السندات - خلال فترة سدادها - على مصدرين رئيسين وهما:

-الفروقات بين أسعار الشراء وأسعار البيع

-أسعار الفائدة المحددة في السندات أصلا بشكل صريح (أو في الوجه) أو بشكل ضمني من خلال الفروقات بين أسعار الإصدار وأسعار السداد .

فيما يخص المصدر الأول الذي يتعلق بتداول السندات في السوق المالية فانه يعتمد على عوامل عديدة نذكر منها.

1-ظروف (العرض والطلب) السائدة في السوق المالية بشكل خاص وفي الاقتصاد القومي (أو الإقليمي) بشكل عام

2-ظروف المؤسسة المعنية بالسند وخاصة بالنسبة لوضعها المالي المعلن وشفافية تعاملاتها الجارية وسمعتها في توزيع الأرباح.

3-تقلبات أسعار الفائدة والعلاقة العكسية بين قيمة السند وسعر الفائدة .

4-مخاطر استدعاء السند قبل وقت سداده المحدد .

5- مخاطر الاتجاهات المستقبلية للتضخم والتي تنعكس بصورة رئيسة على أسعار الفائدة طويلة الأجل وذلك من خلال تأثيرها في الطلب (لكل من الأفراد والأعمال والحكومة) والعرض (بسبب الادخار الخاص والاحتياطي الحكومي) وقد بيّن في هذا الصدد بأن هناك علاقة عكسية بين عوائد السندات وعرض النقد فيتحقق نمو أبطأ لهذه العوائد مع أسعار أعلى للفائدة .

أما بالنسبة لأسعار الفائدة: فإنها تكون ثابتة بالنسبة للسندات الصادرة (كل حسب حالة التعاقد الخاصة به) غير أن هذه الأسعار بشكل عام تخضع إلى تقلبات (بالارتفاع أو الانخفاض) على وفق تأثيرات

1- معروف . هوشيار : الاستثمارات والأسواق المالية، جامعة البلقاء التطبيقية دار الصفاء ،عمان ، الأردن، 2003، ص 116-117 .

مختلفة أهمها تلك التأثيرات المباشرة لأدوات البنك المركزي وخاصة تعديل معدلات التضخم ، والتي تهدف غالباً إلى :

1-تحفيز الاستثمار من خلال تخفيض أسعار الفائدة أو بالعكس تشجيع الادخار عبر رفع هذه الأسعار .

2-دعم أسعار صرف العملة الوطنية، فتمنح فوائد أعلى على الودائع المصرفية بهذه العملة وفوائد أدنى على الودائع المصرفية بالعملات الأجنبية، مما يقلل من الطلب على العملات الأخيرة ويزيد من الثقة بالعملة الوطنية.ولا شك بأن أسعار الفوائد التي بموجبها تقوم الشركات الخاصة والخزينة المركزية والدوائر الأخرى بإصدار السندات تتأثر بتحديدات البنك المركزي.

د- أسعار السندات

عادة ما تباع السندات المصدرة لأول مرة بالقيمة الاسمية لها أو ما يقاربها أما السندات التي يتم التعامل فيها بالسوق الثانوية فأسعارها تكون متغيرة طبقاً للتغير في أسعار الفائدة وحينما يتجاوز سعر السند قيمته الاسمية يقال أنه يباع بأزيد من القيمة الاسمية وإذا بيع السند بسعر أدنى من القيمة الاسمية يقال أنه يباع بخصم وحين يعادل سعر السند قيمته الاسمية يقال عنه أنه يباع بالقيمة الاسمية .

وإذا لم يتضمن سعر السند لقيمة الفائدة التراكمية فهو يطلق عليه السعر الصافي وبناء على ذلك يجب أن يدفع المشتري للبائع ليس فقط السعر الصافي للسندات بل أيضاً الفائدة المتراكمة[1].

هـ - مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات[2] :

أولاً: مزايا الاستثمار في السندات

1.تخفيض المخاطر بالتنويع :يفضل أغلبية المستثمرين أن يكون لديهم محفظة استثمار متنوعة لتقليل نسبة المخاطر.

2. دخل دوري:السندات لها دخل يمكن توقعه عبارة عن العائد الدوري بالإضافة للقيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق. لذلك العديد من المستثمرين يستثمرون في السندات للحفاظ على أموالهم المستثمرة أو زيادتها ولتلقي تدفقات نقدية دورية يعتمد عليها .

3- أداة استثمار آمنة:يتم قياس جودة السندات وفقاً للقدرة الائتمانية للشركة المصدرة وتعرف القدرة الائتمانية بقدرة الشركة مصدرة السندات على الوفاء بالتزاماتها المالية. كلما كانت القدرة الائتمانية أعلى كلما كانت أكثر أماناً وأقل في العائد.

1- النشرة الاقتصادية ، البنك الأهلي المصري ،العدد الثاني ، القاهرة ، 1999.

2- الزبيدي ، محمود حمزة : الاستثمار في الأوراق المالية ،عمان، الأردن ، 2001،ص233-234 .

4.عائد مناسب:يمكن أن يختار البعض الاستثمار في سندات الشركات نظراً لما تقدمه من عائداً أكبر بالمقارنة مع السندات الحكومية وعادة ما يصاحب العائد الأكبر مخاطر أكثر.

ثانياً: مخاطر الاستثمار في السندات

رغم المزايا المتعددة التي تضمنها عملية الاستثمار في السندات للمستثمر ، مثل ثبات العائد ودرجة الأمان التي توفرها السندات كأوراق مالية ، إلا أن الاستثمار في السندات يعرض المستثمر إلى جملة من المخاطر قد تؤدي لخسارته ومثل هذه المخاطر تنفرد فيها السندات كأوراق مالية الأمر الذي يجعل الاستثمار في السندات أقل جاذبية بالنسبة للمستثمر إذا ما قورن الاستثمار بالأسهم .

1-مخاطر السيولة:

وأهم المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات هي مخاطر السيولة وذلك لأن الاستثمار في السندات يعد استثمار طويل الأجل لا يستطيع المستثمر أن يسترد قيمته إلا بتاريخ متفق عليه مع الجهة المصدرة لهذه السندات ، لذلك فإن المستثمر يتعرض إلى مخاطرة السيولة الناتجة عن الهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بسبب فعل التضخم ، وبسبب هذا الفعل فإن القيمة الحالية للسند تتدهور قياساً بقيمته الاسمية ، أضف إلى ذلك ولكون السندات حقوق إقراض طويلة ، فان تسديد قيمتها يعتمد على قوة المركز المالي والنقدي للجهة المصدرة لها الأمر الذي يعرض المستثمر إلى الإفلاس وعدم السداد إذا تعذر على الجهة المصدرة عملية السداد .

2- مخاطر الناتجة عن تغير أسعار الفائدة السوقية :

تتغير أسعار الفائدة في السوق وفقا لتأثير قوى العرض والطلب على الأصول المالية المختلفة ، وأيضا وفقا لمعدلات التضخم السائدة ، وفيما إذا كان الاقتصاد يتسم بالانتعاش أو الانكماش . وتبرز المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات بسبب العلاقة المتعاكسة بين أسعار السندات في السوق وأسعار الفائدة السوقية فارتفاع أسعار الفائدة السوقية على الأصول الأخرى ، يشجع المستثمرين في السندات على بيع ما لديهم من سندات السوق مما يؤدي إلى زيادة العرض لهذه الأصول ومع محدودية الطلب في السوق عليها فإن أسعارها تهبط وبشكل حاد وفقاً للعلاقة بين العرض والطلب .

3-مخاطر استدعاء السند :

تحصل هذه المخاطر عندما يكون الاستثمار في سند يخضع لشرط الاستدعاء وفي هذه الحالة فانه يحقق للجهة المصدرة للسند إعادة شراءه بسعر استدعاء والذي يمثل القيمة الاسمية للسند مضافا إليها علاوة استدعاء.

ويتعرض المستثمر إلى هذه المخاطر عندما تطلب الجهة المصدرة للسندات سنداتها بسعر استدعاء في الوقت الذي تكون فيه القيمة السوقية للسندات تفوق هذا السعر.

4-مخاطر الإطفاء السنوي للسندات :

يتعرض المستثمرون في السندات التي تخضع للإطفاء السنوي ، إلى مخاطر ناتجة عن قيام الجهات المصدرة للسندات بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ، أو جزء منها في الوقت الذي تكون فيه الأسعار السوقية للسندات في حالة ارتفاع الأمر الذي يعرض المستثمرين في مثل هذه السندات إلى أضرار وخسائر كبيرة ناتجة عن حرمانهم من عوائد رأسمالية كان يمكن تحقيقها لو احتفظوا بالسندات لفترة من الزمن .

ن- أنواع السندات

تطورت أنواع السندات تطوراً سريعًا، منذ بداية السبعينات حتى يومنا هذا، مما أغنى سوق السندات بأنواع متعددة منها تلبي أغلبية رغبات المساهمين وأهدافهم، سواء كانت متحفظة أو تتميز بالجرأة والمغامرة. ولا تزال البيئة التجارية تبتكر أنواعاً جديدة يوماً بعد يوم[1].

الصنف الأول : أنواع السندات حسب المصدر :تنقسم السندات حسب مصدرها إلى نوعين رئيسيين سندات حكومية وسندات أهلية .

"1- السندات الحكومية(Government Bonds)"[2]:

هي السندات التي تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام وتمثل قروضاً تحصل عليها الحكومة من الأفراد (أو الهيئات) إما لتمويل المجهود الحربي وتسمى " قروض الحرب" وإما لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية وتسمى " قروض الإنتاج" أو " قروض التنمية " أو لمواجهة العجز في موازنتها ، أو لمواجهة التضخم[3]. ولما كانت السندات الحكومية تشترك مع السندات غير الحكومية في خصائص واحدة إلا أنها تختلف عنها من حيث المزايا وأهمها ما يلي :

- السندات الحكومية أكثر أماناً بالنسبة للمستثمر من السندات الأهلية (أو سندات الشركات) بمعنى أن الاستثمار فيها يكون أقل مخاطرة لأنها غالباً ماتكون مضمونة بسلطة الحكومة ومؤسساتها في تحصيل الإيرادات الحكومية كالضرائب.
- السندات الحكومية أكثر سيولة من السندات الأهلية.
- السندات الحكومية تصدر في أغلب الأحوال مقرونة بشرط الإعفاء الضريبي لفوائدها من ضريبة الدخل[4].

وهذه السندات تتنوع بدورها إلى أنواع متعددة حسب الباعث على الإصدار نذكر منها ما يأتي :سندات الخزينة Treasury Bonds وشهادات الخزانة Treasury Certificates والسندات البلديةMunicipal Bonds . ومن أمثلة السندات التي تصدرها المؤسسات العامة: سندات السلطة . ويمكن إيجازها ما يأتي

1- سندات الدولة : وهي التي تصدرها الدولة لتمويل الإنفاق العام .

2- سندات الهيئات الدولية -كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير – تصدرها لتمويل مشروعاتها[1]

1- مطر ،محمد. تيم، فايز : مرجع سابق ،ص101-102.

2- رضوان، سمير عبد المجيد: أسواق الأوراق المالية. المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة ، 1999 ، ص293.

3- هارون ، محمد صبري : أحكام أسواق الأوراق المالية (الأسهم والسندات) . دار النفائس ، الأردن ، 1999 ، ص236 .

4- عمر ، حسين : الموسوعة الاقتصادية . دار الفكر العربي ، القاهرة ، 1992 ، ص262 .

3- سندات المؤسسات الحكومية: تصدرها لتمويل نفقاتها ومشاريعها وهي متنوعة حسب نوع المؤسسة وطبيعتها ومنها[2]:

أ- **سندات البلدية:** هي التي تصدرها البلديات أو الإدارات المحلية ، وتكون فوائدها معفاة من ضريبة الدخل عادة .

ب- **أذونات الخزانة :** هي سندات تصدرها الحكومة لأجل قصير بين ثلاثة أشهر وعام ، وعن طريق الاكتتاب العام ، وذلك لسد حاجات ضرورية أيان الأزمات الاقتصادية وهذه لا تحسب عنها فائدة عادة ، ولكنها تباع بخصم الفائدة من قيمتها الاسمية على أساس سعر الفائدة. سندات الخزانة بصورة عامة : هي السندات التي تصدرها وزارة المالية لتؤمن لنفسها الموارد المالية لأجل محدد[3].

ء- **سندات حكومية بعملات أجنبية (سندات التنمية الوطنية)**[4]: في بعض البلدان يصدر البنك المركزي سندات تسمى سندات التنمية الوطنية(مثل البحرين) وهي تباع على نطاق واسع في الأسواق الدولية وتصدر بالدولار الأمريكي ويدفع البنك المركزي على هذه السندات فائدة تساوي الفائدة التي ترد في سوق لندن على القروض بين المصارف التجارية يضاف إليه 5% أو أكثر أو أقل وهي تتمتع غالباً بميزات كثيرة منها إعفاؤها من كل أنواع الضرائب ومن أنواع القيود الأخرى مثل قيود التحويل. ويجوز لحاملها استبدالها بشهادات استثمار وتطرح هذه السندات مرة كل شهر. تقوم الدولة بإصدار سندات بعملات أجنبية أن ذلك يرجع إلى عدة عوامل أهمها حاجتها لتمويل مشروعات تنموية يرتفع المكون الأجنبي فيها (مثل الآلات والمعدات التي سيتم استيرادها من الخارج)، أو ارتفاع معدل التضخم في الداخل مما يجعل من عملية الاقتراض بالعملة المحلية مسألة مكلفة للدولة، نظرا لارتفاع معدلات الفائدة الاسمية على السندات التي تصدر بالعملة المحلية، بينما تكون عملية الاقتراض بالعملات الأجنبية أرخص نسبيا، أو عندما تواجه الدولة عدم استقرار في معدل صرف عملتها مقابل العملات الأجنبية، فتميل في هذه الحالة إلى تفضيل إصدار سنداتها بعملات أجنبية مستقرة نسبيا في القيمة. غير أن احتفاظ الدولة بدين مقوم بالعملات الأجنبية يرفع من احتمال تعرضها للتوقف عن سداد هذه الديون، ويقصد بالتوقف عن السداد فشل الدولة في الوفاء بالتزاماتها القانونية وفقا لعقود دينها الخارجي مثال ذلك فشلها في سداد أقساط الديون في المواعيد المستحقة، ويعني الفشل في هذه الحالة عدم تمكن الدولة من تدبير أو شراء العملات الأجنبية اللازمة لاستيفاء الالتزامات المستحقة عليها في الموعد المناسب، الأمر الذي يؤدي في الحالات الحادة إلى إعلان إفلاس الدولة.

1 -Michael leahy , Florian Pelgrin , " Contributions of Financial systems to Growth in OECD Countries , OECD Countries,oecd Publishing,2001. P.36.
2 -Michael Kaye , " The Standard & Poor's Guide to Selecting Stocks , Finding the Winners and Weeding out the Losers ," McGraw Hill,New York, 2006.PP 241-246.
3 -Kenneth & Alan , " Guide to understanding Money & Inresting ,(New York:Lightbuib Press.2005"op . cit., p. 94

4- عبد الحميد ، طلعت : إدارة البنوك المتكاملة ،جامعة المنصورة ، مصر، 2004، ص 80.

هـ- شهادات استثمار

يعتبر نظام الشهادات الادخارية أو شهادات الاستثمار من النظم التي استحدثت في أوائل هذا القرن بغرض تجميع اكبر قدر ممكن من الأموال لتمويل الحرب ثم استخدمت بعد ذلك كوسيلة لتوفير الأموال اللازمة لإصلاح ما أفسدته الحرب ، ولقد تطور بعد ذلك الدور الذي لعبته تلك الشهادات وتعددت أنواعها وإصداراتها . ولقد أصدرت الشهادات الادخارية لأول مرة في المملكة المتحدة تحت اسم شهادات الحرب ثم سميت بعد الحرب شهادات الادخار القومية .و ويمكن تقسيم هذه السندات أحياناً إلى مجموعات مشابهة لسندات الخزينة الأمريكية مع بعض الاختلافات منها:

المجموعة(أ): وهي سند مدته عشر سنوات وقبل انتهاء هذه المدة لا يجوز لصاحبه استرجاع قيمته وفي نهاية المدة يحصل صاحب هذا السند على القيمة الاسمية – أي المبلغ الذي دفعه للشهادة يضاف عليها ما تراكم من فوائد بالنسبة المتفق عليها.

المجموعة(ب) : وهي سند دين يعطي لصاحبه الفوائد المتحققة للشهادة كل سنة وبعضها كل ستة أشهر حسب شروط الإصدار وفي نهاية المدة له أن يسترجع القيمة الاسمية.

المجموعة(ج): وتسمى الشهادات ذات الجوائز حيث تتم عملية سحب دورية ليفوز فيها بعض حملة تلك الشهادات بجوائز مالية اعتماداً على نتيجة "اليانصيب" ولا يترتب عليها فوائد لحامل السند.

"2 -السندات الأهلية أو سندات الشركة

أما السندات الأهلية فتصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص. وأهم ميزة للسندات الأهلية بالنسبة للمستثمر هي أنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة على السندات الحكومية وبالمقابل من أهم عيوبها أن حاملها أكثر تعرضاً من حامل السند الحكومي لمخاطرة الائتمان Credit Risk والمترتبة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية[1] ومن أجل توفير بعض الحماية للمستثمر فيها تصدر هذه السندات مضمونة في كثير من الأحيان.

وقد قسم فقهاء القانون السندات التي تصدرها الشركات إلى أنواع متعدّده وذلك خلال اعتبارات متعدده[2] :

1- اعتبار الاستحقاق

أ- **السند العادي أو السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر بسعر الإصدار:** وهو السند الذي يصدر بقيمة اسمية هي ذاتها التي يدفعها المكتتب عند الاكتتاب وعند نهاية مدة القرض يسترد ذلك المكتتب قيمته الاسمية ويحصل على فائدة ثابتة عن هذه القيمة ويحدث أن تكون قيمة السند السوقية أكبر من قيمته الاسمية وقد يحدث العكس.

ب- **السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار** : وهو السند الذي تصدره الشركة أو المؤسسة بمبلغ معين يسمى بـ"سعر الإصدار" وتتعهد برد المبلغ عند الاستهلاك بسعر أعلى مضافاً إليه علاوة تسمى بـ"علاوة الإصدار" فمثلاً تصدر الشركة سنداً قيمته الأصلية 70 ديناراً ويكتفي من مالك السند أن يدفع 60 ديناراً فقط وحين الاستهلاك يكون الدفع بالقيمة الاسمية وهي 70 ديناراً أي بعلاوة إصدار قدرها عشرة دنانير.

2- اعتبار الضمان

أ- **السند المضمون**[3] :وهو مثل النوع السابق إلا أن هذا السند متعلق بتقديم الضمانات العينية برهن رسمي على عقارات ومنقولات الشركة أو برهن شخصي مثل كفالة الحكومة أو أحد البنوك للشركة ويعرف هذا النوع في انجلترا باسم " السندات العادية Bonds

---

1- هارون ، محمد صبري : أحكام أسواق الأوراق المالية . مرجع سابق، ص239.

2- ياسين، محمد: البورصة، مرجع سابق، ص46.

3- نوفل ، حسن صبري : الاستثمار في الأوراق المالية مقدمة للتحليل الفني والأساسي . كتاب الأهرام الاقتصادي ، مصر،العدد 100 ، 2000 ، ص15.

ب- **سندات غير مضمونة** : هي سندات غير مصحوبة بضمان بأصول ثابتة معينة ، لذلك تحتاج إلى عناية نسبية من المستثمر ، وتتحمل بعض المخاطر ، وعائدها عادة أعلى من السندات المضمونة ، وإذا كان السند غير مضمون برهن حيازي فيسمى بـ (Debenture)، ويكون الضمان عندئذ سمعة الشركة ومركزها المالي وثقة المتعاملين بها .

3- اعتبار النصيب

أ- **السند ذو النصيب** : وهو السندُ الذي يصدر بقيمة اسمية حقيقية أي تستوفي الشركة أو المؤسسة القيمة المعينة في السند وتحدد لحملته فائدة ثابتة بتاريخ استحقاق معين.

ويجري السحب عم طريق القرعة في كل عام لإخراج عدد من السندات وتدفع لأصحابها مع قيمتها مكافأة جزيلة وتجري القرعة لتعيين السندات التي تستهلك بدون فائدة وهذا السند نوع من أنواع اليانصيب ولا يسترد حامله شيئًا عند الخسارة . ومن أمثلة هذه السندات في مصر سندات البنك العقاري وقد منعت القوانين إصدار هذا النوع إلا بقانون خاص أو بإذن من الحكومة.

ب- **سند النصيب بدون فائدة** : وهو السند الذي يسترد حامله رأس ماله في حالة الخسارة بخلاف سند النصيب (ذي الفائدة) فإنه لا يسترد حامله شيئًا في حالة الخسارة مثل سندات الادخار في السودان.

وجدير بالذكر أن للسندات أنواع كثيرة وتكاد أبصارنا تقع كل يوم على نوع جديد وابتكار جديد في الأوراق المالية.

4- اعتبار التمويل

أ- **السندات القابلة للتحويل** :هي سندات تعطي لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم أو سندات أو كليهما . وقد تصدرها الحكومات أيضاً.

ب- **سندات غير قابلة للتحويل** : هي السندات التي لا تعطي للمستثمر حق التحويل ، وتصدر عادة بمعدل فائدة أعلى من السندات القابلة للتحويل .

5- **سندات الدخل**

وهي سندات ذات فائدة متغيرة تبعاً لنتيجة استثمار المؤسسة.ومنها تكون لها فوائد ثابتة ، بالإضافة إلى نسبة محددة من أرباح الشركة . بينما غيرها تكون فائدتها دورية دون مشاركتها في أرباح الشركة[1].

الصنف الثاني: السندات حسب الشكل : تنقسم السندات حسب الشكل إلى قسمين

أ- سندات لحامله Bearer :

عندما يصدر خلواً من اسم المستثمر - كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار - فتنتقل ملكية السند بطريق الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على الفائدة عند استحقاقها وتحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك المعين وعند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله أيضاً الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة.

ب - سندات اسمية أو مسجلة Nominal or Registered :

يقصد بالسند الاسمي ، هو السند الذي يصدر باسم صاحبه ، وهو سند غير قابل للتداول مثل السندات لحاملها ، وإنما يتم عملية البيع والشراء وفق القواعد القانونية لنقل الملكية بالنسبة للأصول الأخرى ، ويضم هذا النوع من السندات الحماية الكاملة للمستثمر من ناحية السرقة أو التلف .

والسندات الاسمية أو ما تسمى السندات المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي والفائدة، لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك.كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلا جزئيا ويقصد بالتسجيل هنا على أصل الدين فقط أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحاملها شكل كوبونات ترفق بالسند وتنزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة . وتطرح السندات للاكتتاب من قبل منشات الأعمال المختلفة حيث تعدُّ بالنسبة لها طريقة مهمة من طرق التمويل بالإقراض قد تكون الأفضل إذا ما قورنت بالقروض المباشرة التي تحصل عليها منشات الأعمال من البنوك والجهات التمويلية الأخرى إذ تلزم هذه الجهات منشاة الأعمال ببعض الشروط تعد تدخلاً في شؤون المنشاة الداخلية .ونظرًا لان الفرد المستثمر في مثل هذا النوع من السندات عادة ما يكون واحد من آلاف المستثمرين الذين اقبلوا على الشراء تلك السندات .وأن مشترياته قد لا تمثل سوى جزء ضئيل من القيمة الكلية للإصدار ، فإنه لا يستطيع عمليًا متابعة استيفاء المنشاة للشروط التي تضمنها العقد لذا تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد يكون بنكاً تجارياً يعمل بمثابة وكيل أو حارس يوكل إليه بتلك المهمة .

1 -Michael Kaye , " The Standard & Poor's Guide to Selecting Stocks , Finding the Winners and Weeding out the Losers ,(New York,2006" pp238-241.

الصنف الثالث : السندات من حيث الأجل

أ- سندات قصيرة الأجل Short- term Bonds:

وهي السندات التي لا تتجاوز مدتها عاماً واحداً وهذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل فيتداول في سوق النقد وهذه السندات تتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً ومن الأمثلة :

أذون الخزانة: التي تتراوح مدتها بين 90يوماً وعاماً كامل وشهادات الخزانة التي لا تتجاوز مدتها العام الكامل.

تتميز أذونات الخزينة بأنها سهلة التصريف ولا يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية والهدف من إصدار اذونات الخزينة هو تأمين السيولة اللازمة لسداد التزامات الإنفاق الجاري للحكومة (وزارة المالية).

تصدر الأذون من قبل وزارة المالية كأداة تمويلية لها ، تكون فيها وزارة المالية هي الجهة المدينة ويكون فيها مشتري الأذن هو الجهة الدائنة لهذه الورقة أو الإذن وعادة ما يتم تداول هذه الورقة بشكل لاحق في سوق يطلق عليه اسم " السوق الثانوي " .

يباع أذن الخزينة بسعر أقل من قيمته الاسمية وعند تاريخ الاستحقاق تلتزم وزارة المالية بدفع القيمة الاسمية المدونة على الإذن،حيث يمثل الفرق بين سعر الورقة عند الإصدار وبين قيمتها عند تاريخ استحقاقها بمقدار العائد الذي يجنيه المستثمر أو مالك هذا الإذن.

تحرص الحكومات لضمان استمرار وجود تلك الأذون في السوق على إصدارها دورياً ومع بدء انطلاق أسواق أذونات الخزينة في سورية في مطلع عام 2008، حيث تم إصدار أذونات وسندات خزينة في النصف الثاني من عام 2010 بقيمة 5 مليارات ليرة سورية ، بالتنسيق مع مصرف سورية المركزي وكيل الإصدار . وذلك بقصد استخدامها في تمويل مشاريع تنموية وخاصة في مجال الطاقة الكهربائية .حيث تم إصدار أذن خزينة لمدة ثلاثة أشهر بقيمة مليار ليرة سورية وأذن خزينة لمدة ستة أشهر بقيمة

مليار ليرة سورية وهناك مزادا لثلاثة سندات في مرحلة لاحقة قيمة كل منها مليار تختلف مدتها من سنة واحدة إلى ثلاث سنوات وخمس سنوات (1).

إضافة إلى ذلك لا يحصل المستثمر أو مشتري إذن الخزينة على الإذن بصورة مادية ، إنما تثبت ملكيته للإذن بشكل قيدي أي يتم تسجيل هذه الملكية في سجل الأوراق المالية الحكومية لدى المصرف المركزي.تعتبر أذونات الخزينة من أكثر الأوراق المالية الحكومية تداولاً وسيولة كما أنها الأقل مخاطرة، وذلك كونها صادرة عن جهة حكومية تضعف لديها مخاطر الإفلاس أو مخاطر عدم السداد، لذلك يسمى العائد على أذونات الخزينة بـــ " العائد الخالي من المخاطرة" .

تتمتع أذونات الخزينة بخاصية التماثل، والتي تعني أن يتم تعريف أذونات الخزينة التي تستحق بنفس التاريخ بذات رقم الورقة المالية بصرف النظر عن تواريخ إصدارها . حيث أن اكتساب هذا النوع من الأوراق صفة التماثل يجعلها أكثر بساطة لأنه يقلل من عدد الأوراق المالية المصدرة بأكثر من رقم، إضافة إلى جعل الورقة أكثر نشاطاً في السوق الثانوية، كما يساعد التماثل المستثمر أو مشتري الإذن على تقدير أسهل لسعر الورقة المالية.

وفضلاً عن ذلك هناك مزايا أخرى لأذونات الخزينة ومن أهمها (2):

1- وجود إعفاءات من ضرائب الدخل .

2- تتسم أذونات الخزينة بفتراتها القصيرة وبضمانها الرسمي من قبل جهة حكومية مركزية وبالتالي تكون هذه الأداة من أكثر أدوات الأسواق النقدية أماناً .

3- إن كثرة عدد المشترين والبائعين لأذونات الخزينة المركزية تجعل أسواق هذه الأذونات عميقة وهذا ما يزيد التنافس السوقي الذي يمكن أن يضمن في النهاية للأطراف كافة السعر العادل

4- تتميز أذونات الخزينة في الأسواق المالية بسرعة تداولها وانخفاض تكاليف هذا التداول وهذا ما يحقق للأداة المعينة سيولة عالية نسبيًا

5- إن إصدار أذونات الخزينة لحاملها قد جعلها مرنة في التعامل السوقي .

6-وبصورة عامة يجري التمييز لحاملها بين نوعين رئيسين من اذونات الخزينة وهما :

1- John& Jordan ." Dictionary of Finance international terms ", op . cit. p,42 ,Kenneth &Alan ." Guide to understanding money2004.

2- عبد الله ، أمين خالد . الطراد ،إبراهيم إسماعيل:إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية ، عمان، الأردن،2006، ص349.

- سلاسل منظمة من الأذونات تصدر أسبوعياً أو شهرياً في مزادات تنافسية ولفترة ثلاثة أشهر(13اسبوع) وستة أشهر(26اسبوع) وسنة(52اسبوع) وان كل مجموعة جديدة لثلاثة أشهر تباع أسبوعيا بالمزاد ولسنة تباع مرة في كل شهر.
- سلاسل غير منظمة للأذونات تصدر عن الخزينة عند حاجتها إلى السيولة .

ب- السندات متوسطة و طويلة الأجل Long-term Bonds:

فهي أوراق دين حكومية متوسطة وطويلة الأجل بأنواع مختلفة بعضها يحمل كوبونات وأخرى بدون كوبونات وبعضها بمعدل فائدة متحركة ، مدة استحقاقها من سنة فما فوق وتصل إلى 40 سنة وتنقسم هذه السندات إلى نوعين هما : أوراق نقد الخزانة وتتراوح مدة استحقاقها بين سنة فأكثر وتصل إلى 10 سنوات.أما النوع الآخر فهي سندات الخزانة والتي تتراوح مدة استحقاقها من 10 سنوات فأكثر وتصل إلى 40 سنة . ولحامل سند الخزانة الحق في أن يتصرف فيه لطرف ثالث دون الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق، وقد يتم النص في قانون إصدار تلك السندات على إمكانية استدعاء السند بقيمته، وبتاريخ أو تواريخ محددة سلفاً. وفي العادة، تقوم الصحف بنشر تلك المعلومات لكي يستفيد منها المستثمر المحتمل .فإذا كان سند الخزانة القابل للاستدعاء يباع في السوق بقيمة تفوق قيمته الاسمية فإن العائد المتوقع من الاستثمار يحسب حتى اقرب تاريخ محتمل للاستدعاء أما إذا كان السند يباع بقيمة أقل من قيمته الاسمية، فإن العائد المتوقع من الاستثمار فيه يحسب حتى تاريخ استحقاق السند. والسبب في ذلك يرجع إلى أن كون السند يباع بقيمة تفوق قيمته الاسمية يعني أن معدل الفائدة الذي يحمله يفوق معدلات الفائدة السائدة في السوق.وقد جرت العادة في عمليات تداول سندات الخزانة، أن السند لا يباع بالقيمة الاسمية المدونة عليه، بل يباع بخصم يتزايد كلما طال تاريخ الاستحقاق الذي بحلوله يحصل حامله على قيمته المدونة، ويمثل الفرق بين قيمة شراء السند وقيمة بيعه، العائد أو الفائدة التي يحققها المستثمر[1].

وتهدف عملية إصدار السندات طويلة ومتوسطة الأجل إلى توجيه النقدية المتحصلة من الإصـــدار فـــي تمويل الإنفاق الاستثماري حصراً ، حيث يجب ألاّ على وزارة المالية اللجوء إلى إصدار سندات الخزينة لتمويل العجز في الإنفاق الجاري.

1- الزبيدي ، محمود حمزة:الاستثمار في الأوراق المالية ،مرجع سابق ، ص227.

ومن الناحية العملية قام مصرف سورية المركزي بإجراء مزادين 2010/12/13 الأول على أذونات الخزينة استحقاق 91 يوماً و 182 يوماً عبر الموقعين الالكترونيين لوزارة المالية والمصرف وبعد أن حددت وزارة المالية سعر الفائدة على المزادين حدد مستوى سعر الفائدة التأشيري لأذن الخزينة لمدة ثلاث أشهر لا يزيد عن واحد بالمائة. بينما لا يزيد المستوى عن 1,15 بالمائة بالنسبة لأذن الخزينة الذي تبلغ مدته ستة أشهر. كانت نتيجة فض العروض المشاركة بالنسبة للمزاد الأول أذن خزينة استحقاق 91 فوز 4 مصارف عامة بالمزاد من أصل 11 مصرفاً مشاركاً ووصل إجمالي حجم العروض المقبولة إلى 2.8 مليار ليرة سورية وتروواحت أسعار العروض المقدمة بين 0,2 بالمائة و2.5 بالمائة وبلغت نسبة تغطية الإصدار 2.8مرة.

وفاز بالمزاد الثاني إذن خزينة استحقاق 182 يومًا أيضاً أربعة مصارف عامة من أصل تسعة مصارف مشاركة ووصل إجمالي حجم العروض المقبولة إلى 2.1 مليار ليرة سورية وتراوحت أسعار العروض المقدمة بين 2,5 بالمائة و 3 بالمائة وبلغت نسبة تغطية الإصدار 2.1 مرة.

كذلك أجرى مصرف سورية المركزي مزادا على سندات الخزينة استحقاق سنة واحدة وثلاث سنوات وخمس سنوات كانت نتيجة فض العروض المشاركة بالنسبة للمزاد الأول سندات خزينة استحقاق سنة واحدة فوز 5 مصارف عامة وخاصة من أصل 9 مصارف شاركت بالمزاد وسعر الفائدة المرجح للمزاد ب 1,44% ووصل إجمالي حجم العروض المقبولة إلى2,2 مليار ليرة سورية وبلغ حجم التخصيص للمصارف 1 مليار ليرة سورية وتراوحت أسعار العروض المقدمة بين 1 % و 4 %وبلغت نسبة تغطية الإصدار2,2 مرة .وفاز بالمزاد الثاني سندات خزينة استحقاق ثلاث سنوات 3 مصارف عامة من أصل 5 مصارف شاركت بالمزاد وسعر الفائدة المرجح للمزاد 94ر1 بالمائة[1]

.ووصل إجمالي حجم العروض المقبولة إلى 1,6مليار ليرة سورية وبلغ حجم التخصيص للمصارف 800 مليون ليرة سورية وتراوحت أسعار العروض المقدمة ما بين 1,45 % و5,5 % وبلغت نسبة تغطية الإصدار1,6مرة.

---

1 - وزارة المالية في سوريا /مصرف سوريا المركزي

وفاز بالمزاد الثالث سندات خزينة استحقاق خمس سنوات 3 مصارف عامة من أصل 6مصارف شاركت بالمزاد وسعر الفائدة المرجح للمزاد 2.8%.
ووصل إجمالي حجم العروض المقبولة إلى 1,6 مليار ليرة سورية وحجم التخصيص إلى800 مليون ليرة وتراوحت أسعار العروض المقدمة بين 2,30 % و7% وبلغت نسبة تغطية الإصدار 1.6 مرة.
ويأتي إجراء المزاد على سندات واذونات الخزينة بناء على (أحكام المرسوم التشريعي رقم 60 لعام 2007 والتعليمات التنفيذية الصادرة بالقرار رقم 1329 لعام 2008 وعلى دليل إجراءات الأوراق المالية المعدل والصادر عن وزير المالية بالقرار رقم 3880 لعام 2010 وعلى كتاب وزير المالية رقم 486 س 2 57 المتضمن موافقة رئيس مجلس الوزراء على إصدار أوراق مالية حكومية بمبلغ 5 مليارات ليرة سورية على شكل أذونات وسندات خزينة).

وبالتالي فإنّ إصدار الأذونات وسندات الخزينة جاء كخطوة متممة لما أنجزته الحكومة من إصلاحات في السياستين المالية والنقدية، وتأكيداً على توجهاتها المعلنة فيما يتعلق برفضها توسيع دائرة الإقراض الخارجي. و أنّ طرح أذونات الخزينة يتيح للحكومة السورية التحكم بالسيولة وضبط معدلات التضخم، ويوفر للمصارف العاملة في السوق السورية قناة استثمارية آمنة وذات مخاطر متدنية جداً كون الدولة هي الضامنة لهذه أذونات وأن التحدي الرئيس أصبح في استثمار وتوظيف سندات الخزينة العامة في مشاريع استثمارية إنتاجية تحقق العائد الاقتصادي، الذي يمكنها من تسديد هذا الدين وفوائده وتحقيق الغاية الرئيسية لوجوده.

الفصل الثاني

دور التمويل الداخلي في عملية التنمية الاقتصادية في سورية

إن الادخار كنشاط اقتصادي لازم الإنسان عبر التاريخ ، وليس مصادفة أن كلمة الاقتصاد مرادفة لكلمة الادخار ، ويعدُ تعادل الادخار مع الاستثمار أحد الشروط الأساسية لتحقيق التوازن الاقتصادي العام ، والفجوة بين مايدَّخر وما يستثمر تتم تغطيتها ، إما عبر التمويل الخارجي أو التمويل المحلي بالعجز ، وهذان المصدران يستخدمان لسد عجز الادخار عبر الاستثمار .

ومن الجدير بالذكر ، أن أهمية التدفقات الادخارية تعتمد على النسبة التي يتم بموجبها توزيع الدخل القومي بين الاستهلاك والادخار ، لذا فإن نسبة الادخار من الدخل القومي كمؤشر اقتصادي ترتدي بعض الطابع السياسي حيث يمكن للدولة التدخل من اجل توجيه الادخار عن طريق التدخل الضريبي .

وكما قلنا سابقاً، ففي أغلب البلدان النامية يعجز الادخار المحلي عن تمويل مستوى ملائم من الاستثمار، لأسباب تتعلق بانخفاض متوسط دخل الفرد، وعدم انتشار المؤسسات الادخارية، واضطراب الأوضاع الاجتماعية أو السياسية وأثر المشاهدة والتقليد.

وعندما نتحدث عن التنمية في سوريا فإنها كغيرها من البلدان النامية بحاجة إلى رؤوس أموال للاستثمار ، وهذه إما أن تأتي من المدخرات المحلية أو المدخرات الخارجية[1]
والتي يمكن الاعتماد على السندات الحكومية في توفير التمويل اللازم للتنمية في سوريا .إذا وجهت بالطريقة الصحيحة .

1- صالحة ، مهيب النشار : عوامل النمو في الاقتصاد السوري /1950-1990م/ ،رسالة دكتوراه، جامعة دمشق ، كلية الاقتصاد ،1996م ، ص143.

المبحث الأول

التمويل الداخلي – مفهومه ومصادره

إذا كان المصدر الاعتيادي لتمويل الاستثمارات هو المدخرات الوطنية ، ففي معظم البلدان النامية تعجز هذه المدخرات عن تامين معدل مناسب من التمويل المحلي والنقد الأجنبي لتنفيذ الاستثمارات المطلوبة ، فالدخول الحقيقية منخفضة والمقدرة على الادخار ضعيفة ، ويرجع ذلك إلى مجموعة من العوامل يصعب التأثير عليها في الأمد القصير ، ولذلك لا بد من دراسة الأسباب الحقيقية لفجوة المدخرات المحلية ، وفجوة النقد الأجنبي وذلك وفقاً لما يلي:

أولاً – المدخرات الوطنية وعدم كفايتها في تمويل التنمية الاقتصادية في سورية

إن المحددات الرئيسية التي تقيد النمو الاقتصادي في البلدان النامية تتمثل في السببين الآتيين:

1– المدخرات المحلية – (فجوة التمويل المحلي)

يعرّف الادخار ببساطة بأنه ذلك الجزء من الدخل الذي لا ينفق على الاستهلاك. ومن الاقتصاديين من عرّفه بأنه " كل عمل أو تفاعل من شانه أن يؤدي إلى الامتناع عن استهلاك السلع من بضائع وخدمات "[1] وهناك تعريف أكثر دقة، أشار إلى أن " الادخار هو ذلك الجزء من الدخل القومي الذي لا ينفق على الاستهلاك، شرط قابلية تحول هذا الجزء إلى رأسمال عيني منتج، وذلك تمييزا له عن الاكتناز "[2] ووفق تعريف حديث هو " الامتناع عن استعمالِ جزء من الدخل في الاستهلاك مدة زمنية كالسنة، وذلك بقصد تثميره فوراً أو في وقت لاحق قصير نسبيا "[3] . وفي هذا التعريف أضيف الزمن كعنصر محدد لمفهوم الادخار.

أما الاكتناز فهو ما يحتفظ به الأفراد بشكل نقدي، ومن ثم يمثل تسرباً من دورة الدخل القومي، ويميل بعض الاقتصاديين إلى إطلاق تسمية " الادخار الاحتياطي Epargne reserve على الأموال المكتنزة لفترة قصيرة من الزمن[4] " .

1– العاقل، محمد عادل : الاستثمار وتقييم المشاريع ،مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية ، جامعة حلب ، 1999، 34.

2– زكي، رمزي: مشكلة الادخار مع دراسة خاصة عن البلاد النامية ،الدار الجامعية للطباعة والنشر ،ج.م.ع،القاهرة ،2000، ص11.

3– نجار، احمد منير : الحسابات الاقتصادية القومية ، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية ، جامعة حلب ، كلية الاقتصاد ، 2000،ص 28.

4– زكي، رمزي : مشكلة الادخار مع دراسة خاصة عن البلاد النامية ، مصدر سبق ذكره ، ص12.

إلاّ أنَّ الادخار حسب النظرية التقليدية هو العامل الأساس في عملية النمو الاقتصادي، فهو مصدر التمويل الرئيسي لتراكم رأس المال. وترى أن حفز المدخرات لا يتم إلا بوسائل تتلاءم مع طبيعة الظروف الهيكلية التي تتحكم في حركة المتغيرات السائدة في الاقتصاد ، ولكن كيف السبيل إلى حفز الادخار وتراكم رأس المال كشرط مسبق للاستثمار ؟

تعلق هذه النظرية أهمية كبيرة على تحرك سعر الفائدة كوسيلة تقليدية فعّالة في التأثير على معدلات الادخار المتكونة " فرفع سعر الفائدة يحفز الادخار على الارتفاع باعتباره ثمناً للامتناع عن الاستهلاك "[1]. وتنتهي هذه النظرية إلى المناداة بضرورة مضاعفة المدخرات لتمويل الاستثمار، وأن الوسيلة الوحيدة لمضاعفة المدخرات هي خفض معدلات الاستهلاك عن طريق رفع سعر الفائدة للعلاقة الوثيقة بين حركة سعر الفائدة وتكوين المدخرات ، كما تركز النظرية على أسبقية الادخار للاستثمار على اعتبار أن كل ما يدخر يستثمر، وهو افتراض نظري، كما تشير إلى أن التضخم ليس بديلاً عن الادخار. إلاّ أن" الكلاسيكيين" الجدد يركزون على أسبقية الاستثمار للادخار في التمويل، وعلى تخفيض سعر الفائدة لحفز الاستثمار المموّل بالتوسع النقدي، والإصدار النقدي الجديد بالنسبة للاستثمار الحكومي، والتوسع في الائتمان المصرفي بالنسبة للاستثمار الخاص. أي أن المدرسة التقليدية تركز على الادخار ، بينما تركز التقليدية الجديدة على الاستثمار في عملية التنمية الاقتصادية ، ويرى كينز " أن الادخار هو القسم المتبقي من الدخل القائم بعد طرح مصاريف الاستهلاك العام "[2]. أما الاستثمار كما يراه كينز فهو الزيادة في رأس المال العيني نتيجة تثمير الادخار ، ويساوي بالنتيجة بين الادخار والاستثمار . وعليه فالادخار يتوقف على حجم الدخل العام . أما أنصار المدرسة النقدية يرأسها " فريدمان " فيرون في النقود تحليل مختلف القضايا والمشكلات الاقتصادية ، وعلى عكس المدرسة الكينزية ، فهم يعارضون تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية ، كما يعارضون دعم الأسعار وزيادة الضرائب ، ويؤمنون " برفع سعر الفائدة على الودائع الادخارية ، حتى يمكن حفز القطاع العائلي على القيام بالادخار[3].

أما في النظام الاشتراكي فإن تأمين التمويل للمشروعات يتركز في أجهزة التخطيط المركزية ، التي تقوم بتجميع مدخرات القطاع العام وإعادة استثمارها في تمويل عمليات التنمية وفقا لما تتضمنه الخطة

1- أبدجمان ، مايكل : الاقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)، ترجمة : محمد إبراهيم منصور ، دار المريخ للنشر ، العربية السعودية ، الرياض،2001 ، ص54

2- المصدر السابق، ص62.

3- غرين، جوشوا /و/ فيلانوفا ، ديلانو : محددات الاستثمار الخاص في اقل البلدان نموا ، التمويل والتنمية،المجلد /37/، العدد/4/ ،واشنطن ، 1999، ص40

المادية ، وما تعبر عنه الخطة المالية تعبيراً نقديًا ، كما أن القاعدة الشعبية التي يرتفع نصيبها من الدخل القومي تدريجياً تزداد قدرتها النسبية على الادخار .

من الناحية التاريخية تعتبر الفترة 1890- 1914 م العصر الذهبي للادخار في أوروبا، وخاصة فرنسا، حيث سجل الادخار معدلاً وسطياً قدره /15%/ تقريباً من الدخل الإجمالي السنوي[1] . ولدى بدء الحرب كان هناك في فرنسا أكثر من (15) مليون دفتر ادخاري من صناديق الادخار[2] وللاستدلال التاريخي ندرس حالة الادخار في فرنسا في عام 1900 م وعام 1966 م.

جدول رقم -2- يبين نسبة مساهمة القطاعات المختلفة

في الادخار في فرنسا في عام 1900م وفي عام 1966م، (%)

القطاعات	عام 1900	عام 1966
ادخار القطاع الحكومي	-	24.1
= قطاع الأعمال (الشركات)	20.00	23.7
= القطاع العائلي بما فيها المشروعات الفردية	80.00	52.2
	100	100

*المصدر :

-L.Fortran et G.klein, l'Epargne des ménages, presses universitaires de France, Paris 1970, page"9".

يلاحظ من الجدول السابق إن الادخار العائلي الذي كان يشكل 80% من إجمالي المدخرات قد تناقص عبر الزمن لصالح ادخار القطاع الحكومي الذي كان معدوماً في عام 1900م ، كما ازداد قطاع الأعمال قليلاً نظراً لتعدد نشاطاته عما سبق ، فالحالة في عام 1900 م تعكس واقع الاقتصاد الحر ، فالمشروعات كانت توزع الأرباح ، وعلى قطاع الأعمال استثمارها شريطة عدم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية .

أما الحالة في عام 1966م فتعكس الفكر الاقتصادي الكينزي الذي يتضمن التواجد المشترك للحرية والمراقبة من قبل الدولة ، وهذا ما يعكس المقولة التي تعبر عن أن كل زيادة في الادخار في قطاع أو مرحلة تعكس بعض الطابع السياسي للفكر السائد في حينه .

إن الرأسمالية فيما بعد الحرب العالمية الثانية لجأت إلى مختلف الوسائل لامتصاص الفائض الاقتصادي من قبل الحكومات عبر تنشيط الطلب الكلي من خلال الإنفاق العام ولا سيما العسكري ، وتصدير

1- بيار، ماري براديل : الادخار والاستثمار ،ترجمة : د. محمد العمادي ونهاد رضا ، دار الأنوار ، لبنان ، بيروت ،1966، ص124.

2- المصدر السابق ، ص/130/.

رؤوس الأموال التي كانت متوفرة لدى الولايات المتحدة الأمريكية لوحدها ، والتي سخرتها لإعادة إعمار أوروبا المنهكة اقتصادياً خشية تأثر شعوبها بالفلسفة الاشتراكية .

إن نقص المدخرات المحلية عن الاستثمارات المحلية معروف في الأدبيات الاقتصادية باسم فجوة الموارد المحلية " عجز الادخار المحلي عن تغطية الاستثمار "، مما كان السبب الأساس، فيما عرف بالأوساط الاقتصادية الدولية، باسم المديونية الدولية. ولكن بالرغم من تسبب هذه المديونية في أزمة مالية ، فإنها لعبت دوراً بارزاً في تنمية العديد من البلدان قديماً وحديثاً ، والأمثلة متعددة فيما يتعلق بالبلدان التي استطاعت أن تنسق بين المدخرات المحلية والأجنبية في بناء قاعدة اقتصادية متينة في جنوب – شرق آسيا وأمريكا اللاتينية ، إلاّ من المدخرات المحلية التي يجب أن توجه بكفاءة إلى الاستثمارات المنتجة.

أما بالنسبة لسوريا ارتفع رصيد النقود الاحتياطية حتى نهاية عام 2009 بمعدل 15.1% ليصل إلى 873 مليار ليرة سورية .مقارنة بالمبلغ المطروح خمسة مليارات ليرة اذونات وسندات خزينة لا يغطي أيا من المشاريع الكبيرة مضيفاً أن المطلوب هو تحديد مجموعة من المشروعات المنتجة خصوصا وأن تلك الأذونات محددة بفترات قصيرة الأمد.وتعاني سوريا من حاجة شديدة للاستثمارات في البنية التحتية. (هذا فيما يتعلق بفجوة الموارد المحلية (الادخار / الاستثمار) ، وهناك فجوة أخرى تتعلق بندرة النقد الأجنبي ، وهي فجوة التجارة الخارجية ، التي تعاني منها معظم البلدان النامية [1].

كون عملاتها الوطنية غير قابلة للتحويل في أغلبها ، الأمر الذي يملي عليها تمويل مشترياتها من الواردات بعملات يقبلها العالم الخارجي ، أي انه يتوجب عليها تخصيص جزء من حصيلة صادراتها من النقد الأجنبي لتمويل تلك الواردات ، وإذا لم تكن هذه الحصيلة كافية فإنه يتوجب عليها ، إما الاستعانة ، بالاحتياطيات النقدية إنْ وجِدَتْ ، وإما الاستعانة بمصادر التمويل الخارجية ، وهنا يؤدي الرأسمال الخارجي وظيفتين تتمثل بتأمين رأس المال والنقد الأجنبي في آنٍ معاً .

1- تقرير مصرف سوريا المركزي لعام 2009

2- العجز في النقد الأجنبي (فجوة التجارة الخارجية)

إن البلدان النامية وهي بصدد عملية التنمية الاقتصادية تحتاج إلى كميات كبيرة من الواردات من تجهيزات ومعدات ومعامل ومصانع ووسائط النقل ، ومن الصعب عليها تأمين احتياجاتها من النقد الأجنبي عن طريق تقييد الواردات أو زيادة الصادرات ، لأن تقييد الواردات يمكن أن يضيق الخناق على الاستثمارات ، بالإضافة إلى أنه يقلل من تدفق السلع ، ومن ثم يمكن أن يسبب نوعاً من التضخم ، كما أن زيادة الصادرات تعتمد على ظروف الأسواق الخارجية التي لا يمكن للبلدان النامية التأثير عليها ، وأن سياسة تشجيع الصادرات تحتاج إلى وقت طويل ، مع الآثار التضخمية المحتملة نتيجة تقليل المعروض في الأسواق المحلية"[1].

1 – حسين ، مصطفى : دور التمويل الخارجي في التنمية الاقتصادية في سورية – مرجع سابق – ص28

ثانيًا – مصادر التمويل الداخلي لعملية التنمية الاقتصادية

استعانت البلدان النامية في مجال سعيها بسلسلة من الآليات لتامين رأس المال محلياً لتمويل المشروعات الاستثمارية وتامين النقد الأجنبي أو توفيره دون اللجوء إلى الأسواق الخارجية .

1- سياسة التمويل بالعجز (الإصدار النقدي والائتماني)

يعبر التمويل بالعجز عن الزيادة في الإنفاق العام بالنسبة للإيرادات العامة من ضرائب ورسوم وقروض عامة . وقد أصبحت هذه الطريقة ممارسة اعتيادية عبر الزمن لجميع الحكومات المتقدمة والنامية. ويعتبر كينز أول من استخدم تعبير " الفجوة التضخمية " ، كما ورد اللفظ المميز للفجوة التضخمية للمرة الأولى في سنة 1941 م عندما قدم وزير المالية البريطاني موازنة حكومته إلى مجلس العموم. وحتى مجيء كينز كانت القاعدة الكلاسيكية تعتبر أن الموازنة الجيدة للحكومة هي تلك التي يتطابق فيها جانب الإيرادات مع جانب النفقات ، لكن كينز تبنى وجهة نظر مفادها زيادة النفقات عن الإيرادات[1].

أ- المضمون الاقتصادي لنظرية التمويل بالعجز

يستخدم عجز الموازنة في التحليل المالي لقياس أثر الموازنة العامة للدولة في المتغيرات الاقتصادية الأخرى وكذلك دورها في عملية التنمية وحشد الموارد في الدول النامية، ونميز للعجز المالي المفاهيم التالية:

- العجز الموازني المالي الشامل : ويتضمن حاصل طرح الإيرادات العامة الضريبية وغير الضريبية – مع احتساب دخل الاقتراض – من النفقات الحكومية العامة متضمنة فوائد الاقتراض مع استبعاد اهتلاك ديون الحكومة .
- الدين العام الموازني : وينتج عن تنزيل الإيرادات الضريبية وغير الضريبية من النفقات العامة والتي تتضمن الإنفاق الجاري والإنفاق الرأسمالي الصافي والأصول المالية الصافية .
- العجز الجاري الموازني : وهو حصيلة طرح الإيرادات الجارية من النفقات الجارية .
- العجز المالي الموازني المحلي : وهو حصيلة تنزيل المنح الخارجية من حصيلة طرح الإنفاق العام من الإيرادات الحكومية[2].

يمكن لعجز الموازنة أن يمول خارجيًا عن طريق قروض ميسرة ومنح مالية واقتراض تجاري.كما يمكن لهذا العجز أن يمول محليا بقروض من القطاع الخاص أو الائتمان المصرفي

التمويل بالعجز أو الادخار الإجباري عن طريق النظام المصرفي : هو مجموع القروض التي تقترضها الحكومة أو الخزينة من المصرف المركزي لتمويل عجز الموازنة ، ومن المفترض أن هذا

1- حيدر ، هاشم : التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات ، معهد الإنماء العربي ، لبنان ، بيروت ،1985 ، ص6 . وحسبه (اكتشف النقد المسكوك في ليديا في القرن السابع قبل الميلاد ، ومن ثم انتقل استعماله إلى المدن اليونانية الأخرى ، وبعد ذلك إلى سائر بلدان العالم).

2- عناية ، غازي : تمويل التنمية الاقتصادية بالتضخم المالي، دار الجليل، بيروت، لبنان ،2002، ص66.

العجز طارئ في حين أصبحت دول العالم خاصة النامية منها مدمنة على هذه القروض وتعفي نفسها من هذا الالتزام في نهاية كل عام تقريبًا .

ب- مبررات الدول النامية في إتباع سياسة التمويل بالعجز وبشكل مطردّ:

- ضآلة المساعدات المالية الخارجية، حيث انقطعت المساعدات الخارجية عن الجمهورية العربية السورية على سبيل المثال عام 1989 وعادت بنسب ضئيلة جداً بعد حرب الخليج.
- إن انخفاض الدخول ونضوب الأوعية الادخارية لا يجعل استخدام القروض الداخلية كمورد مالي أساسي أمرًا ممكناً.
- أما القروض الخارجية فوجدت فيها الدول النامية في الثمانينات عقبة كأداء، مما اقتضى محاولة جادة لجميع هذه الدول للتخلص من أعباء ديونها الخارجية، اللهم إلا إذا وقعت في أزمات حادة مالية كالحروب مثلاً.
- تشكل الرسوم والضرائب نسباً ضئيلة من الموارد العامة للدولة ومن الناتج الإجمالي في الدول النامية فيبلغ معدلها في الجمهورية العربية السورية مثلا 35.12%* من الموارد العامة و 9.6% من الناتج المحلي الإجمالي لعام 2009، في حين تمول الموارد الضريبية أكثر من 70% من النفقات العامة في الدول المتقدمة، وهذا التفاوت يعود إلى ضعف الطاقة الضريبية في الدول النامية.
- وأما عوائد الدول النامية من أملاكها ومشاريعها فانعدام الجدوى الاقتصادية لكثير من مشاريع القطاع العام فيها وزيادة الهدر ونسب البطالة المقنّعة ، قد حولت فائض القطاع العام في معظم هذه البلدان إلى عجز متفاقم لم يجعل من هذا المورد العام مصدر تمويل للدولة[1] .

تصل نسبة الإنتاج إلى الاستهلاك في الدول المتقدمة إلى 150 % ، في حين تصل هذه النسبة إلى الواحد الصحيح بالكاد في الدول النامية[2]، الأمر الذي يظهر ضعفا في الفائض الاقتصادي للدول النامية ويحوّل الدخول من وعاء ضريبي كبير في الدول المتقدمة إلى وعاء يصعب فرض الضريبة عليه لأنه وخاصة لذوي الدخل المحدود لا يكاد يشبع الحاجات الأساسية للإنسان . وتخرج سوريا عن مبدأ توازن الموازنة العامة وتتبع أسلوب العجز لصالح التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ولهذا فإن الموازنة العامة

---

* المجموعة الإحصائية السورية ،عام 2009.

1 - الفارس، عبد الرزاق:كتاب الحكومة والفقراء والإنفاق العام: دراسة لظاهرة عجز الموازنة وآثارها الاقتصادية والاجتماعية في البلدان العربية، مركز دراسات الوحدة العربية ، بيروت،2001، ص112، 117.

2- صندوق ، عفيف عبد الكريم: دور السياسة المالية العامة في تحقيق التوازن الاقتصادي مع إشارة خاصة إلى واقع الجمهورية العربية السورية، ،2000، ص192-193.

السورية تعاني من عجز مستمر يتم تغطيته من المصادر الداخلية والخارجية التالية:- القروض والتسهيلات الائتمانية الخارجية.

- الهبات والإعانات
- القروض المحلية من المصرف المركزي لتغطية الرصيد المتبقي من العجز .

وتستعين الحكومات في البلدان التي تواجه مثل هذا الأمر ، بالتمويل المحلي الذي يمكن أن يتم بالاقتراض من الجمهور أو من النظام المصرفي الذي هو مثيل الضرائب من حيث الآثار ، وكل ذلك يتم إذا لم يكن هناك منفذ للتمويل الخارجي ، وتتبع سوريا الإجراء الأخير في سعيها لمعالجة العجز ، والجدول يوضح تطور العجز في الموازنة السورية خلال الفترة /2003- 2009 م / :

جدول رقم -3- يبين تطور العجز في الموازنة التقديرية السورية

خلال الفترة / 2001- 2009م/ ،.(الأرقام بمليارات الليرات السورية)

السنة	الموارد الخارجية	%في العجز	الموارد الداخلية	%في العجز	العجز الكلي في الموازنة	القيمة التقديرية للموازنة	%للعجز في الموازنة	الناتج المحلي الإجمالي	نسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي
2001	28.5	75.6	9.2	24.4	37.7	322	11.7	974	3.87
2002	25.7	49.6	26.1	50.4	51.8	356.4	14.5	1017	5.09
2003	18.0	14.3	107.3	85.6	125.3	420.0	29.8	1074	11.63
2004	20.3	14.1	97.2	85.9	117.5	449.0	32.0	1263	9.26
2005	19.1	18.3	84.7	81.5	103.9	460.0	22.6	1506	6.83
2006	19.2	32.6	39.6	67.2	58.9	495.0	11.9	1704	3.46
2007	17.9	21.2	66.4	78.8	84.3	588.0	14.3	2018	4.17
2008	10.7	5.6	181.6	94.5	192.2	600.0	32.0	2292	8.37
2009	12.2	5.4	213.8	94.6	226	685	33	2430	9.25

•المصدر المجموعة الإحصائية السورية للأعوام /2001- 2009م/.

نلاحظ من الجدول ضخامة نسبة مساهمة التمويل داخل الموازنة، إن جاز التعبير في الاستثمارات.

كما نستنتج من الجدول أيضًا، أن نسبة مساهمة الموارد الخارجية في ردم العجز في الموازنة خلال الفترة 2001- 2009 م قد بلغت 29%، بينما ساهم التمويل بالعجز بالنسبة الباقية 71%.مع فوارق هامة من سنة لأخرى، فقد بلغت 85.6% في عام 2003م ، بينما بلغت67.2 في عام 2006م وبلغت أيضاً 94.6% في عام 2009 م ، نلاحظ أن هناك فوارق كبيرة بالتأكيد.كذلك هناك نسب متفاوتة في نسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي حيث بلغت 3.87%في عام 2001م ثم أخذت بالتزايد بنسب متفاوتة حتى عام 2004 م ثم بالتناقص حتى عام 2007 م ثم عاودت الارتفاع حتى عام 2009م.نلاحظ عدم استقرار نسب العجز بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي وتفاوته بين زيادة ونقصان .

وسنرى عبر الجدول الآتي الرصيد القائم في الدين العام الداخلي خلال العامين 2006 م و2007م، في كل من سورية والأردن وتونس ومصر والمغرب ولبنان، ونسبته من الناتج المحلي الإجمالي خلال العامين المذكورين:

جدول رقم -4- يبين الرصيد القائم في الدين العام الداخلي الإجمالي لنهاية العامين2006م و2007م في بعض البلدان العربية ،ومنها سوريا،

المبالغ :مليون دولار

السنة البلد	2006	%من الناتج المحلي الإجمالي	2007	%من الناتج المحلي الإجمالي
سورية	9357	28,0	-	-
الأردن	4178	29.6	5213	32.9
تونس	6891	21.7	7443	21.2
مصر	103414	96.3	112919	88.2
المغرب	31249	47.8	-	-
لبنان	20036	88.0	20811	84.6

* المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد عام 2008م،

ويلاحظ من الجدول السابق أنّ مصر تأتي في مقدمة البلدان العربية اعتماداً على المصادر المحلية في تغطية العجز في احتياجاتها المالية، ثم لبنان فالمغرب فبقية البلدان العربية. وتختلف البلدان العربية فيما بينها من حيث التوجه الداخلي ، فتعتمد الأردن وتونس ولبنان ومصر على أسواق أذونات الخزينة والسندات الحكومية ، أما سوريا بدأت الاعتماد على أسواق السندات الحكومية بداية عام 2009 م، بينما كانت تعتمد في السنوات السابقة على مصادر التمويل المحلية التقليدية ، حيث كانت تصل حصة التسهيلات المصرفية أحياناً إلى 100 %[1]. ومن الجدير بالذكر أن سورية كانت مدركة حدوث عجز كبير في موازنتها خلال التسعينات نتيجة الانتهاء من اتفاقية بغداد عام 1990م[2]، وتراجع أو انقطاع المعونات الاقتصادية العربية.وإن التحسن الذي ظهر خلال النصف الثاني من التسعينات نتيجة الجهود المحلية المبذولة في مجال التحرير الجزئي للتجارة الخارجية وتفعيل دور القطاع الخاص وتوسيع القاعدة الضريبية وترشيد أو الحد من الإنفاق الجاري وخاصة فيما يتعلق بأجور العاملين ودعم السلع الرئيسة .

1- التقرير الاقتصادي العربي الموحد / أيلول 1999م، صفحة / 279/.

2- التقرير الاقتصادي العربي الموحد / أيلول 1999م، صفحة / 81/.

جـ - خلاف الاقتصاديون حول نظرية التمويل بالعجز

حيث ظهرت ثلاثة اتجاهات اختلف بها الاقتصاديون حول نظرية التمويل بالتضخم :

الاتجاه الأول: المؤيدون لنظرية التمويل بالعجز:

يقوم هذا الاتجاه على حجة مفادها أن التمويل بالعجز يؤدي إلى خلق إلزامي للادخار، ويحفز معدل تراكم رأس المال اللازم لعملية التنمية الاقتصادية ، وقد قادت الهند عملية تمويل بالتضخم باستحداث عجز في الموازنة جرى تمويله بالاستعانة بالوسائل الآتية[1]:

أ- الاقتراض من المصرف المركزي .

ب- الاقتراض من المصارف التجارية .

ت- الاقتراض من الأفراد .

ث- الإصدار النقدي المباشر من قبل السلطات النقدية .

وهم يرون أن هذه العملية تؤدي إلى زيادة معدل التجميع الادخاري ، وتشكل بالتالي أوعية للمكونات الرأسمالية اللازمة لتنفيذ برامج الاستثمار ولردم الفجوة بين المدخرات وحجم الاستثمارات المطلوبة ، مقتنعين بان التمويل بالعجز بجرعات خفيفة يعتبر وسيلة لزيادة معدل الاستثمار . أي نقل الموارد من الاستهلاك إلى الاستثمار ، مشيرين إلى أنه يوجد دائمًا في البلدان النامية قطاع غير نقدي وان جرعة خفيفة من التضخم يحوله إلى اقتصاد نقدي مؤقت يساهم في الاستثمار .

الاتجاه الثاني: ويمثل المعارضين لنظرية التمويل بالعجز:

لكثرة الآراء والحجج المعارضة لهذا النوع من التمويل فإننا يمكن إيجازها فيمايأتي:

من الضروري أن تتم التنمية في جو من الاستقرار النقدي ، باعتباره ضرورة للنمو المتوازن، بحيث تستند كل قوة شرائية في الاقتصاد إلى حقيقة إنتاجية [2].

أ- لم تثبت الوقائع الاقتصادية العلاقة الطردية بين التضخم والنمو الاقتصادي وبين تغيرات الأسعار وتغيرات الإنتاج . ففي الولايات المتحدة الأمريكية وخلال الفترة 1865- 1879م ، زاد الإنتاج في وقت انخفضت فيه الأسعار ، وعاودت ارتفاعها خلال الفترة 1897- 1913م. وفي العشرينات من القرن العشرين اتصف النمو الاقتصادي بالبطء، بينما بقيت معدلات الأسعار ثابتة نسبيًا. التضخم ضريبة عامة غير مباشرة تصيب كافة مستويات الدخول، ومن هنا فالضرائب تعتبر أكثر عدالة وكفاءة.

1- عناية ، غازي : تمويل التنمية الاقتصادية بالتضخم المالي ، مصدر سبق ذكره ، ص273.

2- الزوبي ، نبيل : نظرية التضخم ، مؤسسة الثقافة للطباعة والنشر ، ج.م.ع، الإسكندرية، مصر ،2000، ص402 .

يمكن للآثار الاقتصادية والاجتماعية للتضخم أن تطيح بالأهداف التنموية ، فالارتفاع المتواصل في الأسعار يمكن أن يؤدي إلى ظلم اجتماعي تعجز السلطات المختصة عن معالجته .

ب-يؤدي التضخم إلى زيادة الطلب على الواردات وانخفاض في حجم الصادرات ومن ثم خلق عجز في ميزان المدفوعات .

جـ- إضعاف ثقة المواطنين بالعملة يؤدي إلى إضعاف الحافز الادخاري .

كل ما أوردناه يؤكد ماورد في البند /أ/ وهو أن التنمية الاقتصادية الجادة تتطلب أجواء من الاستقرار وخاصة النقدي منها .

الاتجاه الثالث : المعتدلون في نظرتهم إلى سياسة التمويل بالعجز :

ويرى هؤلاء الاقتصاديون أن التمويل بالتضخم يجب أن يكون ضمن حدود معينة ، وان يوجه نحو مشاريع إنتاجية ذات مردود سريع تستطيع من خلال الطلب على إنتاجها امتصاص الكتلة النقدية الزائدة بسرعة ، وفي حال لا يمكن معها للقروض العامة الحكومية أن تفي بالغرض المطلوب[1].

ولكن الحقيقة تقول أن البلدان النامية تعجز عن تحقيق أهداف دقيقة من خلال التمويل بالعجز لأنها تعاني أصلا من عجز في إدارتها الاقتصادية والمالية فلن تُحسن – بالتالي – اختيار المشاريع وقد تكون المشاريع المختارة غير كفوءة أو بطيئة المردود من جهة أخرى وهذا يعني في أحسن الحالات أن جزءًا من النقود المموّلة للعجز سوف تكون غيز منتجة نسبيا لينعكس ذلك تضخماً نقديًا حتمياً في الدول النامية .وهكذا يرى هؤلاء الاقتصاديون أن التمويل بالعجز يجب أن يترجم إلى سلع وخدمات منتجة تكافئ الكتلة النقدية الفائضة المحقونة في الدارات المالية .

1- عناية ،غازي : تمويل التنمية الاقتصادية بالتضخم المالي ، مصدر سبق ذكره ، ص271.

2-:خلق بدائل الاستيراد وتشجيع التصدير خلال تطوير الصناعة المحلية وزيادة الصادرات :

بدأ نموذج بدائل الاستيراد في البرازيل والمكسيك والأرجنتين في أوائل القرن العشرين ، وأصبح يتطور إلى أن تبلور فيما بعد الحرب العالمية الثانية ، ممتداً إلى مصر في الخمسينات والستينات ضمن تسمية " إحلال الواردات " ، بقصد إنتاج سلع صناعية تحل محل ما يستورد منها مع فرض قيود تعريفية على الواردات المنافسة حماية للصناعات المحلية .

إن الهدف الرئيسي من تبني إستراتجية إحلال الواردات هو خفض كمية وقيمة السلع المستوردة وبالتالي تحسين ميزان المدفوعات وما ينتج عنه من آثار على القطاعات الأخرى .

وفي رأي البعض[1] أن إستراتجية إحلال الواردات وما يتبعها من فرض القيود على استيراد تلك السلع التي تريد الدولة إحلالها بالإنتاج المحلي ، يستفاد منها وفق مايأتي :

- إن المنتج المحلي يصبح في وضع أفضل من المنتج الأجنبي من حيث المنافسة السعرية ، وذلك لان سعر السلعة المستوردة بعد إضافة التعرفة الجمركية تصبح غير قادرة على منافسة السلعة المحلية .
- ينشأ فائض طلب محلي على هذه السلع يؤدي إلى ارتفاع أسعارها ، ومن ثم ربحية الاستثمار فيها ، فتتجه الموارد المحلية إلى الاستثمار في إنشاء الصناعات المنتجة لهذه السلعة التي كان يتم استيرادها من قبل .
- هذا من الناحية النظرية، أما عملياً فإن الوقائع الاقتصادية أثبتت عدم إسهام تجربة إحلال الواردات في تخفيض الواردات السلعية في بعض البلدان النامية منها سوريا كما كان يعتقد، مؤدية إلى تغيير هيكل الواردات باستيراد المزيد من السلع الإنتاجية اللازمة لإنتاج الصناعات الاستهلاكية. وأدى النقص في النقد الأجنبي إلى الاستعانة بالقروض الخارجية القصيرة والمتوسطة الأجل ذات التكلفة العالية في سبيل الحصول على المعدات الاستثمارية ، مما أدى غالباً إلى تزايد العجز في ميزان المدفوعات ، بينما كان الهدف تخفيف العبء على ميزان المدفوعات .

ولضيق السوق المحلية وافتقارها إلى المنافسة في الأسواق الخارجية، وانتشار هذه المنتجات في الأسواق النامية الأخرى، فإن قدراً كبيراً من الطاقات الإنتاجية في هذه الصناعات أصبح محكوماً عليه بالركود.

من جهة أخرى ، صاحبت إستراتيجية التصنيع القائم على إحلال الواردات سياسة جمركية محلية وقائية تضمنت زيادة الرسوم الجمركية على السلع المستوردة البديلة لتلك المحلية ، مما أدى إلى خلق وضع احتكاري لصالح بدائل الواردات المصنعة محلياً ، مما جعل إنتاجها خارج دائرة الكفاءة والمنافسة ،

1- عريقات ، حربي محمد موسى : التنمية الاقتصادية والتخطيط الاقتصادي ، دار الكرمل ، عمان ، الأردن، 2003،ص79.

وانتهت شركات بدائل الواردات إلى أن يعاد إلحاقها بالشركات العالمية عن طريق الخصخصة وما شابه . ولإنجاح التجربة لجأت بعض البلدان إلى تطويرها ، بإقامة صناعات تنتج للسوق المحلية والتصدير معا وفق ما سنقوم بتحليله .

لقد اتخذت إجراءات متعدده في هذا المضمار مثل إقامة المناطق الحرة ، وإصدار تشريعات مشجعة للاستثمار الأجنبي لإقامة صناعات تصديرية، وميدانياً قامت بعض الشركات المتعددة الجنسيات بنقل بعض مراحل إنتاجها من السيارات والالكترونيات إلى بعض البلدان النامية ذات اليد العاملة الرخيصة أو تمتاز بتوافر الموارد الطبيعية ، أو من اجل السيطرة على السوق المحلية ، ضمن الأسلوبين الآتيين :

1- قيام إحدى الشركات بتصدير أجزاء أو مكونات معينة لحساب إحدى الجهات في البلد النامي من أجل إجراء عملية تحويلية لاحقة على إحدى المكونات أو الأجزاء أو إجراء عملية تجميع لها ، ثم يعاد تصديرها إلى الشركة الأصلية في البلد الأم لتقوم هي بتصريفها في الأسواق الخارجية أو سوقها المحلية ، وتسمى هذه الطريقة " التعاقد من الباطن " ، وهي الطريقة الشائعة في حالة المكونات الالكترونية .

2- قيام مشروع لصناعة التجميع بالذات في إحدى البلدان النامية بمشاركة من إحدى منشآت البلدان الصناعية المتقدمة ، وهي الحال المتبعة في صناعة السيارات ومعدات النقل ، ويخصص الإنتاج للعالم الخارجي وخاصة أسواق البلدان النامية مع توجيه جزء منه للسوق المحلية ، وتتميز عمليات التصنيع هذه بالاستخدام المكثف لعنصر العمل .

وضمن هذا الإطار برزت ظاهرة البلدان حديثة التصنيع منذ بداية السبعينات ، والتي ضمت مجموعة من البلدان النامية اتبعت منهج التصنيع بمشاركة قوية من البلدان الصناعية المتقدمة ، وطبقا لمصادر منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية تشمل هذه البلدان البرازيل والمكسيك واليونان والبرتغال وإسبانيا ويوغوسلافيا وهونغ كونغ وسنغافورة وكوريا الجنوبية وتايوان. وهناك تصنيفات أخرى لا مجال لحصرها.

وسوف نكتفي بالتجربة الكورية من بين البلدان حديثة التصنيع للوقوف على تفاصيل موضوع إحلال الواردات والتصنيع من أجل التصدير. فقد حصل هذا البلد على دعم مكثف من الولايات المتحدة بان حصل على مساعدات اقتصادية معظمها منح بقيمة / 12.6/ مليار دولار خلال الفترة 1946- 1975 م . منها حوالي نصف المبلغ بصورة مساعدات عسكرية ، ومبلغ /3/ مليار دولار من اليابان وبلدان

أوربا الغربية ، كما قدمت الولايات المتحدة معونات من فائض السلع الغذائية الأمريكية بقيمة/646/ مليون دولار نصفها حبوب ، وذلك خلال الفترة 1955- 1971م[1]

لقد قامت الولايات المتحدة الأمريكية بتغطية العجز التجاري الكوري حتى منتصف الستينات ، كما استفادت كوريا من مبيعات الماء والكهرباء وخدمات النقل والمواصلات للقوات الأمريكية المرابطة فيها ، ومنحت تفضيلات تجارية خاصة بمقتضى نظام التوريدات العسكرية الخارجية خلال حرب فيتنام ، وسمحت بالتصدير خلال طرف ثالث .

مما سبق يتضح أن التنمية الاقتصادية تحتاج إلى استثمارات ، وبالتالي إلى رؤوس أموال ، قد تعجز البلدان النامية عن تأمينها بمواردها الذاتية ، أي من المدخرات الوطنية الاختيارية .وإذا كانت الدخول منخفضة في معظم البلدان النامية والمقدرة على الادخار ضعيفة ، وإذا كان تمويل الاستثمار محلياً بمعدل يتجاوز الادخار الاختياري محفوف بمخاطر التضخم النقدي وخفض مستوى الاستهلاك الجاري ، وهذان الأمران يولّدان آثاراً اقتصادية واجتماعية كثيرا ماتتعارض مع مقتضيات التنمية الاقتصادية السليمة ، ولهذا لابد للبلدان النامية وهي في سبيل التخلص من مخاطر التضخم النقدي ، أو خفض مستوى الاستهلاك الجاري ، من أن تلجأ إلى الاستعانة بالموارد الخارجية لردم الفجوة بين الادخار الاختياري المتحقق ومعدل الاستثمار المطلوب . وعليها حين لجوئها إلى الموارد الخارجية ألا تنسى العبارة الآتية التي وردت في صحيفة المراسل الدولي بقلم فريدريك كلير مونت تحت عنوان " لعبة قديمة بقواعد جديدة " ، مشيراً إلى أن " المستثمرون الكبار هم اليوم الشرطة الجدد في العالم ". حيث أن حجم الودائع الموجودة في البنوك الخاصة السورية العام 2009 وصل إلى 750 مليار ليرة موزعة بنسبة 20 بالمائة قطعا أجنبية و80 بالمائة بالليرة السورية[2].

في حين تستحوذ البنوك الخاصة التقليدية على أكثر من 95 بالمائة منها فإن البنوك الإسلامية استقطبت منذ بداية عملها قرابة 23 مليار ليرة من الودائع بالليرة السورية وارتفعت موجودات المصارف المحلية السورية بنسبة 14 بالمائة حتى الربع الأول من العام 2010 لتصل إلى نحو 2 تريليون ليرة سورية مقابل 1.750 تريليون ليرة في الفترة المماثلة من العام 2009 وبلغت موجودات المصارف العامة نحو 1486 مليار ليرة وما نسبته 75 بالمائة من إجمالي موجودات المصارف السورية أما المصارف الخاصة التقليدية فتشكل موجوداتها ما نسبته 22 بالمائة من إجمالي الموجودات ووصل إجمالي موجوداتها إلى 434 مليار ليرة وبزيادة مقدارها 92 مليار ليرة عن الفترة السابقة.والسؤال الذي يطرح نفسه هنا هل هناك حاجة للقروض الخارجية .

1- عيسى ،محمد عبد الشفيع : العالم الثالث والتحدي التكنولوجي الغربي (الاستقطاب العربي وتطور التكنولوجيا الصناعية للعالم الثالث ،(1970- 1980م) ، دار الطليعة للطباعة والنشر ، بيروت ، لبنان ، الطبعة الأولى ،1984 ص 97.

2- تقرير مصرف سورية المركزي لعام 2009

خلق بدائل التصدير في سوريا :

اعتمد القطاع الصناعي السوري سياسة إحلال الواردات تقوم بهدف الاستغناء عن الاستيراد من الدول الصناعية المتقدمة. إلا أن هذه السياسة سرعان ما أثبتت فشل الاعتماد عليها في حل المشكلات التنموية ، فقد بدأت باكتشاف عجزها عن اللحاق بالدول المتقدمة عبر محاولة التقليد في صناعة كل ما تحتاج إليه. إذ أدى ذلك إلى التضحية بالكثير من متطلبات الجودة تحقيقا لغرض الإشباع، فأصبحت معظم منتجاتها على قدر كبير من الرداءة التي تجعلها عاجزة عن تلبية الحاجات الأساسية كما تجلى ذلك بوضوح خلال عقد الثمانينات .

لم تكن سياسة إحلال الواردات في الحقيقة هي موطن الخلل، بل إن تطبيقها على الشكل الذي حدث كان هو المسئول، إذ أن دولاً أخرى مثل ماليزيا كانت قد حققت نجاحات كبرى في الفترة نفسها التي بدأت فيها جميع الدول النامية – ومنها العربية(سورية) بتطبيق هذه السياسة.

لقد تمكنت ماليزيا من تخفيف العبء عن ميزانها التجاري مع الخارج عبر توجيه الاستثمار في عقد الستينات نحو الصناعات صغيرة الحجم، وتلك المتخصصة في صناعة الأغذية والكيماويات ومواد البناء والبلاستيك وغيرها من المستوردات، كما أصدرت قانونا لجذب الاستثمارات الأجنبية في تلك المجالات في عام 1968، على عكس الكثير من الدول العربية التي كانت رافضة لفكرة التدخل الأجنبي. ويعود نجاح التجربة الماليزية في الأصل إلى عدم الوقوف عند هذه المرحلة، فقد انتقل الاقتصاد الماليزي من سياسة إحلال الواردات في بداية السبعينات إلى سياسة التصنيع من أجل التصدير، إذ بدأت الحكومة بتشجيع هذه الصناعات عبر جذب الأموال الأجنبية الباحثة عن العمالة الرخيصة والضرائب المنخفضة والتسهيلات في التصدير، وكانت معظم هذه الاستثمارات موجهة نحو صناعة الالكترونيات والأجهزة الكهربائية. وخطت بذلك خطوات واسعة نحو التصدير للدول المتقدمة، وتوفير القطع الأجنبي[1].

أما في الثمانينات فقد بدأت ماليزيا بالتوجه نحو الصناعات الثقيلة وتأسيس مصانع السيارات والأجهزة الكهربائية المعقدة، فضلاً عن الصناعات المعتمدة على الموارد المحلية مثل المطاط والأخشاب، وبلغت مساهمة صناعات النسيج والالكترونيات في هذه المرحلة نحو ثلثي القيمة المضافة للقطاع الصناعي. وهكذا وجد الاقتصاد الماليزي نفسه قادرا على دخول عقد التسعينات بجدارة، حيث تمكن من التحول بسهولة نحو صناعة التكنولوجيا المتقدمة، واحتلال مركز متقدم على الساحة العالمية في هذا المجال.وبالطبع فإن هذه التجربة الفريدة كانت تقوم على أسس تنموية أخرى مهمة، ومنها سياسات الحكومة الاجتماعية في تعليم النشء علوم الكمبيوتر واللغات الأجنبية منذ الصغر، بالإضافة إلى تشغيل النساء في الوظائف المناسبة، وتدريب ربات المنازل على مهن يدوية مربحة، وكذلك تأهيل أسر المزارعين للانتقال إلى مزارع ذات إنتاجية عالية بدلاً من الإنتاج العائلي المتواضع.

1- http ://www.mfti.gov .e.g./programs /export. Htm

مما سبق لابد لنا أن نعرض إلى ما وصل إليه الميزان التجاري السوري حتى عام 2009

سوف نستعرض كلاً من الصادرات والواردات السورية،حيث نلاحظ أن الميزان التجاري لعام 2009 يميل لمصلحة المستوردات بعجز يصل إلى 225885,3 مليون ليرة سورية، حيث بلغت قيمة المستوردات 714215,6 مليون ليرة سورية في عام 2009، في حين بلغت قيمة الصادرات 488330,3 مليون ليرة سورية.

وأن هناك تراجعاً كبيراً في الصادرات وتراجعاً في المستوردات لكنه ليس بحجم تراجع الصادرات في عام 2009 مقارنة بعام 2008، فقد كانت قيمة الصادرات 707798,2 مليون ليرة سورية التي تراجعت إلى 488330,3 مليون ليرة سورية، وكانت قيمة المستوردات 839419 مليون ليرة سورية[1].

جدول رقم -5- يبين نسبة صادرات القطاع الخاص للصادرات الكلية

العام	صادرات		
	القطاع الخاص	الكلية	النسبة
2003	55004	265038	20.75
2004	162130	346166	46.83
2005	211370	424300	49.81
2006	278918	505042	55.22
2007	333466	579033	57.59
2008	424356	707798	59.95
2009	307942	488330	63.06

المصدر : المجموعة الإحصائية لعام 2009م.

وللوقوف على طبيعة الأزمة التي يعانيها الميزان التجاري، كان لا بد من حساب نسبة صادرات القطاع الخاص قياساً بوارداته، والتي أوضحت أن العلاقة بين هاتين القيمتين جاءت سالبة دائماً في السنوات المدروسة، فكانت -126310 مليون ليرة في العام 2003، و-117854 مليون ليرة في العام 2004 ،و-121784 مليون ليرة في العام 2005 ،و-44886 مليون ليرة في العام 2006 ،و-64881 مليون ليرة في العام 2007، و-123591 مليون ليرة في العام 2008، بينما وصل هذا الفارق إلى -299655 مليون ليرة في العام 2009.

وبالانتقال إلى نسبة صادرات القطاع العام إلى وارداته، نجد أن العلاقة كانت مختلفة تماماً، فهي 154581 مليون ليرة في العام 2003، و75014 مليون ليرة في العام 2004 ، و43665 مليون ليرة

1 - المكتب المركزي للإحصاء /التجارة الخارجية

في العام 2005 ، و 18575 مليون ليرة في العام 2006 ، وتراجعت إلى −40643 مليون ليرة في العام 2007، بينما كانت نحو −8030 مليون ليرة في العام 2008، وعادت لقيمها الإيجابية في العلاقة بين صادرات القطاع العام ومثيلتها الكلية بـــ73770 مليون ليرة في العام 2009، أي أن الميزان التجاري للقطاع الخاص يعاني من عجز دائم، وهذا العجز في صادراته قياساً بوارداته ترخي بثقلها على الميزان التجاري السوري بأكمله.

جدول رقم −6− نسبة صادرات القطاع العام

للصادرات الكلية

العام	الصادرات		
	القطاع العام	الكلية	النسبة
2003	210034	265038	79.25
2004	184036	346166	53,16
2005	212938	424300	50,19
2006	226094	505012	44,77
2007	245566	579033	42.41
2008	283441	707798	40.05
2009	180388	488330	36.94

الأرقام مأخوذة من المكتب المركزي للإحصاء/ المجموعة الإحصائية لعام 2009.

أما بالنسبة لحسابات نسبة صادرات القطاع العام للصادرات الكلية، نجد أن صادرات القطاع العام كانت تشكل نحو 79.25% من الصادرات الكلية في العام 2003، وانخفضت إلى 42.41% في العام 2007، ثم إلى نحو 05.40% من الصادرات الكلية في العام 2008، وصولاً إلى 36.94% في العام 2009، أما بالنسبة لصادرات القطاع الخاص قياساً بالصادرات الكلية، نجد أن نسبتها كانت متدنية في العام 2003 ولم تتجاوز 20.75% من إجمالي الصادرات، وارتفعت هذه النسبة إلى 57.59% في العام 2007، ثم إلى نحو 59.95% من إجمالي الصادرات الكلية في العام 2008، وصولاً إلى استحواذ صادرات القطاع الخاص على 63.06% من الصادرات الكلية،

وبالتالي فإن عجز الميزان التجاري السوري في هذه السنوات، يعود إلى أن ارتفاع حصة القطاع الخاص من الصادرات السورية كانت تميل كفة الميزان التجاري إلى العجز أكثر، ولكن عندما كان القطاع العام أكثر سيطرة على الميزان التجاري كان أكثر توازناً، وهذا يبرره الفائض الذي حققه الميزان التجاري في العام 2003 عندما كان يسيطر القطاع العام على 80% من صادراته، بينما وصل عجزه إلى 226 مليار بعدما اختلت المعادلة لصالح استحواذ القطاع الخاص على 63% من الميزان التجاري.أي أن منحى الاستحواذ على الصادرات بين القطاع العام والخاص يسير في اتجاهين

متعارضين، فكلما ارتفعت حصة القطاع الخاص في الصادرات السورية الإجمالية ازداد العجز بالميزان التجاري السوري.

أما بالنسبة للواردات، فنجد أن واردات القطاع العام بلغت 106 مليار ليرة في العام 2009، بينما بلغت قيمة صادراته 180 مليار دولار، أي أن الفارق كان لصالح صادراته بنحو 80%، بينما في القطاع الخاص نجد أن قيمة الصادرات بلغت نحو 307 مليار ليرة في العام ذاته، بينما تجاوزت وارداته 607 مليار ليرة، أي أن الأمر كان معاكساً تماماً حيث تجاوزت وارداته الصادرات بـــنسبة 100%، وهذا أنتج عجزاً في الميزان التجاري بنحو 226 مليار ليرة.

أما في العام 2003، فكانت واردات القطاع العام 5.5 مليار، بينما بلغت قيمة صادراته 210 مليار ليرة، وهذا يعني أن صادرات القطاع العام فاقت وارداته بعشرات الأضعاف، أما بالنسبة للقطاع الخاص فقد بلغت وارداته 181 مليار في العام 2003، بينما لم تتجاوز صادراته 5.5 مليار.

وهذا يؤكد على أنه حينما كان القطاع العام قوياً ومسيطراً على الميزان التجاري (صادرات، وواردات)، كان الميزان التجاري رابحاً بالعموم، لكن دخول القطاع الخاص – الشره للاستيراد – لما يحققه هذا الاستيراد من أرباح طائلة بعكس المنافع التي تحققها الصادرات، جعل من الميزان التجاري السوري خاسراً، لذلك فإن المطلوب تقنين واردات القطاع الخاص، الباحث عن منفعته الخاصة غير آبه بتأثيرات منفعته المحدودة على الاقتصاد الكلي.

بالتالي لابد من التنويه إلى النقاط التي نود التركيز عليها للاستفادة من تلك التجربة يمكن تلخيصه فيما يلي(1) :

1. ضرورة التطلع إلى سياسات اقتصادية أكثر مرونة، إذ باتت العلاقات الدولية اليوم أكثر تعقيدا وميلا نحو التشعب، كما أن اعتماد سياسة إحلال الواردات في هذه المرحلة لم تعد مجدية، خصوصا بعد انضمام معظم الدول العربية إلى منظمة التجارة العالمية التي ترفع الحواجز عن الاستيراد بشكل يصعب التحكم فيه.
2. إن نجاح الكثير من التجارب التنموية في الدول التي قطعت شوطاً كبيراً في هذا المجال، يعود إلى تأسيس قاعدة تنموية قوية، ولا يقصد بها هنا الاكتفاء بإقامة البنية التحتية للصناعات الثقيلة كما كان شائعا في الأدبيات الاقتصادية، بل أيضا التركيز على البنية الاجتماعية المؤهلة لقيادة المشروع التنموي.
3. لم يعد الاقتصاد اليوم قائماً على الجمع بين رأس المال والعمل والأرض لإنتاج القيمة المضافة، بل أصبحت معادلة الاقتصاد المعاصر تعتمد في الأساس على كل من الإدارة الفعالة واحتكار

1-Stephen ,A.Ross. "Essentials of Corporate Finance " ist ed (New York :Richard .D.Irwin,Inc Company ,2000)op .cit.p.155

المعلومات، وأصبحت كل من العمالة المدربة معرفياً وإدارياً، والمعلومات سريعة الانتقال، هي رأس المال الأعلى ثمنًا أينما وجد.

4. لقد تطور مفهوم القوة الاقتصادية للدولة في العصر الحديث من التوسع المكاني واستغلال الموارد الطبيعية إلى ما يسمى باقتصاد الدولة الواقعية، والتي تقوم بعملية المزج الصحيحة لكل من رأس المال والمعلومات والعمل، وذلك عبر إعطاء الأولوية لقطاع الصناعة المعرفية على حساب الإنتاجين الزراعي والصناعي الثقيل. ويمكن النظر إلى كل من سنغافورة وسويسرا كمثال جيد للدولة صغيرة المساحة وقليلة السكان، نسبة إلى ارتفاع الدخل وضخامة حجم الصادرات من صناعات دقيقة وخدمات ومنتجات معرفية (برامج كمبيوتر).

5. إن قوة اقتصاد الدولة أصبحت تقاس بمدى تأهيل ومعرفة سكانها، وقدرتها على تجاوز الأزمات الاقتصادية التي قد تمر بها بسبب انفتاحها التجاري على العالم المتقدم، وتعد ماليزيا هنا مثالاً جيداً في تخطيها لأزمة شرق آسيا في نهاية التسعينات، وذلك في اعتمادها على الذات، ورفضها للسياسات الإصلاحية للبنك الدولي والتي أثقلت كاهل دول كثيرة أخرى كالأرجنتين والفلبين.

3- إقامة سوق للأوراق المالية :

لن نخوض في التطور الاقتصادي لآلية سوق الأوراق المالية ، بل نكتفي بإلقاء نظرة على دور هذه السوق في المساهمة بتجميع المدخرات المحلية ووضعها في خدمة التنمية ، وجذب الاستثمارات الأجنبية إلى هذه السوق لتامين رأس المال والنقد الأجنبي للمشروعات الاستثمارية ، حيث تعتبر من الآليات التي تلتقي فيها المصادر المحلية مع المصادر الخارجية.

إن الأسواق المالية تساهم في تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الاقتصاديات النامية للمساهمة في التنمية وتوفير النقد الأجنبي عبر السوق الأولية (سوق الإصدارات) . أم في السوق الثانية فإن المعاملات التي تتم بين المستثمرين دون إصدار لأوراق جديدة ، فإنها تساهم في خلق السيولة وتنشيط الفعالية الاقتصادية والمساعدة في تحديد أسعارها ، وتوضح الوقائع الاقتصادية إن أسواق الهند والبرازيل وماليزيا والمكسيك كانت أكبر من أسواق النمسا والنرويج في نهاية عام 1987[1] ، وهما بلدان صناعيان متقدمان ، وذلك نتيجة قيام تلك البلدان النامية المصنعة حديثاً ، بفتح الأسواق المالية ومنحها الرعاية .

1- جيل ،ديفيد/ و/ تروبر،بيتر ، أسواق الأسهم الناشئة في البلدان النامية ،" التمويل والتنمية"، المجلد /21/العدد /2/ ، واشنطن ، كانون الثاني 1999م، صفحة /29/.

المبحث الثاني

السندات الحكومية في سوق الأوراق المالية الحكومية

استحوذت قضية إرساء أسواق للأوراق المالية الحكومية في الدول النامية، على اهتمام واسع في السنوات القليلة الماضية، من قبل صانعي السياسات الاقتصادية والمؤسسات المالية الدولية والإقليمية. وقد جاء ذلك بصورة رئيسية ، انعكاسًا لما خلفته الأزمات المالية التي تعرضت لها عدد من الاقتصاديات الناشئة وبوجه خاص الأزمة المالية الآسيوية ، من دروس أبرزت أهمية تطوير هيكلية قطاع التمويل المحلي ، والدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه أسواق نشطة وكفوءة للأوراق المالية الحكومية في هذا الصدد . ولذلك ، فقد سعت السلطات في العديد من الاقتصاديات الناشئة ، إلى تبني استراتيجيات وبرامج عمل لتطوير وتعميق أسواق أدوات الدين المحلية بوجه عام وأسواق الأوراق المالية الحكومية بوجه خاص .

وتزامنت هذه الجهود ، مع صدور العديد من الدراسات والأوراق ، التي تضمنت إرشادات ومبادئ تتناول مختلف متطلبات ومحاور الارتقاء بهذه الأسواق ، مثل تلك الصادرة عن صندوق النقد والبنك الدوليين وبنك التسويات الدولية ومنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي وبنك التنمية الآسيوي .

أولا: أهمية سوق الأوراق المالية الحكومية:

تنبع أهمية وجود سوق لسندات الخزينة من النقاط الآتية:

❖ **أهميته بالنسبة للسياسة المالية:**

- يتيح مصدراً رئيسياً للاحتياجات التمويلية للدولة قائم على أسس حقيقية غير تضخمية ولا تحدث تشوهات بالسوق، وبالتالي الحصول على بديل أمثل للتمويل من المصرف المركزي الذي تكون له آثاراً سلبية من حيث ارتباطه بالتوسع النقدي ومن ثم بمخاطر ظهور الضغوط التضخمية والضغوط على سعر الصرف العملة المحلية.

- يزيد كفاءة إدارة الدين العام، فالحكومة تصبح أكثر إدراكاً لجانب الكلفة حينما تظهر القيمة الفعلية لإجمالي العوائد المتوجب دفعها من أجل تمويل الدين بكل وضوح.

- يعزز وضوح المحاسبة الحكومية حيث أن القيمة المتوجبة للدين العام ستصبح رقماً جلياً وموثوقاً يتم نشره في مواعيد حدوثه.

❖ **أهميته بالنسبة للسياسة النقدية:**

- يساعد وجود هذا السوق على الفصل بين المتطلبات التمويلية للحكومة والجانب النقدي للاقتصاد في تقوية استقلالية المصرف المركزي ومساعدته على تطوير سياسته بصورة تركز أساساً على الحفاظ على مستوى الأسعار.

- يتيح للمصرف المركزي توفير أدوات نقدية غير مباشرة تزيد من كفاءة المصرف المركزي في تنفيذ السياسة النقدية بصورة أكثر فاعلية وبدون خلق تشوهات في السوق عن طريق القيام بعمليات السوق المفتوح (بيع و شراء سندات الخزينة في السوق الثانوي).

❖ **أهميته بالنسبة للمصارف:**

- يعمل على توافر أدوات تسمح بتطوير سوق ما بين المصارف، والتي ستزيد من درجة كفاءة إدارة السيولة بها ويرفع من درجة تطورها المالي وستتمكن المصارف من تقديم سندات الخزينة ككفالة لضمان الاقتراض من المصرف المركزي.

- يساهم في زيادة معدل الادخار خلال تحفيز المنافسة فيما بين المصارف لاستقطاب ودائع الزبائن على كونها ستجد نافذة مستقرة لإعادة استثمار الأموال المودعة.

❖ أهميته بالنسبة للاقتصاد:

- يعزز النمو الاقتصادي من خلال إحداث منحنى عائد مرجعي خال من المخاطر الذي سيقوم السوق باستعماله كمؤشر في تسعير الأصول المالية الأخرى، ومن شأن التسعير الصحيح للمخاطر المالية إن يضمن توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية في الاقتصاد[1]..

والجدير ذكره ، أن قضية تطوير أسواق أدوات الدين بدأت تحظى باهتمام واسع في الدول العربية في هذه المرحلة ، في ضوء التحديات الكبيرة التي تواجهها اقتصاديات هذه الدول في تلبية الاحتياجات التمويلية المتزايدة ، في منطقة تجتذب قدرًا ضئيلاً من التدفقات والاستثمارات الأجنبية . ولا يخفى في هذا الصدد ، أن أحد أسباب الاستجابات الضعيفة للقطاع الخاص للإصلاحات الاقتصادية والهيكلية العديدة التي أقدمت عليها السلطات في هذه الدول على مّدار السنوات الماضية ، يكمن في ضعف قدرة قطاعات التمويل المحلية على توفير الخدمات المالية المناسبة عمقًا وتنوعًا ، لاحتياجات هذا القطاع . كما لا يخفى في الوقت نفسه أيضا ، التبعات الجديدة لمقترح كفاية رأس المال ، على قطاعات التمويل هذه نفسها ، مما يضيف المزيد نمن التحديات .

يعتبر تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في كثير من الأحوال، حجر الزاوية أو العتبة الأولى، في محاور إصلاح وتطوير قطاعات التمويل المحلية. ويعود ذلك ، في ضوء ما سبق ذكره ، للوظائف المتعددة التي يمكن أن تحققها أسواق نشطة وكفوءة للأوراق المالية الحكومية ، سواء على صعيد الاستقرار المالي أو على صعيد تحفيز الفعاليات والأسواق المالية والمصرفية .

---

1 -" Jorge, Castellanos (2001)."Developing Government Bond Markets Emerging Markets J.P.Morgan, Sovereign Advisory at Group.

ثانياً : أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية

باشرت غالبية الدول العربية خلال العقد الماضي أو السابق له ، باتخاذ إجراءات لإصلاح أوضاع اقتصادياتها وتحرير قطاعاتها المالية والمصرفية . وكان العنوان الأبرز لتلك الجهود ، هو السعي لتقليص دور الحكومة في إدارة الاقتصاد والاتجاه نحو تعزيز دور القطاع الخاص . وتمت في إطار ذلك ، إزالة القيود على تخصيص الائتمان والتوجه نحو عوامل وآليات السوق لتمويل عجوز الموازنة ، خلال إصدار أذون وسندات الخزانة ، الأمر الذي حرر السياسة النقدية ومكّن من التحول التدريجي إلى الأدوات غير المباشرة في إدارة السيولة.

كما تعززت الإصلاحات في القطاع المالي والمصرفي لاحقا ، من خلال إجراءات استهدفت إصلاح الأطر القانونية والتنظيمية للنشاط المصرفي (في شكل قوانين مصرفية جديدة ، عززت صلاحيات السلطات النقدية) ،وتحسين مقدرة المؤسسات المالية والمصرفية على تعبئة المدخرات (إعادة هيكلة المصارف العامة ، وإصلاحات في قطاع مؤسسات الادخار التعاقدي) . كما استهدفت الإصلاحات تطوير أسواق الأسهم المحلية ، وعلى وجه الخصوص على صعيد تقوية الدور الإشرافي وتحسين متطلبات الإفصاح والشفافية .

إلا أنه وعلى الرغم من ذلك ، فإن استجابة قطاع التمويل المحلي للاحتياجات الكثيرة والمتزايدة للقطاع الخاص في الدول العربية ، لم تكن بالصورة المطلوبة ، وقد مثّل ذلك في واقع الحال احد أهم الأسباب وراء الاستجابة الضعيفة للعرض من جانب القطاع الخاص ، وهو الأمر الذي يُفسر وبدرجة كبيرة تواضع معدلات النمو الاقتصادي المتحققة في السنوات الماضية ، وذلك على الرغم مما تحقق على صعيد الاستقرار الاقتصادي الكلي

وتواجه قطاعات التمويل المحلية في الدول العربية تحديات كبيرة في تلبية الاحتياجات التمويلية المختلفة للاقتصاديات العربية ، في منطقة تعاني من هجرة لرؤوس الأموال الوطنية، فضلاً عما تعانيه أيضاً هذه القطاعات في بعض الأحوال من التركيز الشديد وهيمنة المؤسسات العامة وضعف المنافسة وارتفاع تكلفة الوساطة المالية[1]. ويزيد على ذلك ، ما تفترضه متطلبات المقترح الجديد لكفاية رأس المال من تحديات إضافية على هذه القطاعات .

ولا يخفى أهمية مواصلة وتكثيف جهود تطوير أسواق رأس المال وعلى وجه الخصوص أسواق أدوات الدين وتعزيز ثقافة التقييم الائتماني، كأهم محاور العمل في هذا الشأن.

ولا شك أن لتطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية ، في ضوء ماسبقت الإشارة إليه من مزايا عديدة لهذه الأسواق ، دوراً بارزاً في هذا الصدد ، وفقاً لما دلت عليه التجارب ، كما سبقت الإشارة .والجدير

---

1 – القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة – صندوق النقد العربي – 2000.

ذكره أن العديد من السلطات في الدول العربية سعت في السنوات الماضية على تفاوت جهودها، إلى إيلاء موضوع تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية الأهمية اللازمة. ويلاحظ ذلك، من تزايد الدول العربية التي تصدر أدوات للدين العام قابلة للتداول، والتنامي النسبي في مؤشرات الحجم والسيولة وامتداد فترات الاستحقاق لهذه الأدوات. كذلك أقدم البعض على إصدار سندات في الأسواق الدولية، ليقلل من الاعتماد على القروض المصرفية المجمعة ووسائل الاقتراض الخارجية الأخرى. وقد شجع هذا الأمر عدداً من المؤسسات والشركات المالية وغير المالية، العربية على دخول هذه الأسواق.

ويلاحظ انه وعلى الرغم من إقدام بعض الدول العربية على إصدار أدوات للدين العام على فترات مختلفة خلال العقود الثلاثة السابقة ، إلا أن إصدار هذه الأدوات بالشكل القابل للتداول وعبر مزادات تنافسية ، لم يتم بصورة عامة ، إلا في النصف الثاني من عقد التسعينات . فقد شهدت تلك الفترة ، تزايد عدد الدول العربية التي تصدر أدوات الدين العام القابلة للتداول ، في إطار حزمة إجراءات الإصلاح الاقتصادي وتحرير القطاع المالي والمصرفي ، التي تم اتخاذها في عدد من هذه الدول .

ويصل عدد الدول العربية التي تصدر هذه الأدوات إلى ثلاث عشرة دولة ، وهي الأردن والبحرين وتونس والجزائر والسعودية وعُمان والكويت ولبنان ومصر والمغرب واليمن ، بالإضافة إلى موريتانيا والسودان ويذكر في هذا الصدد ، أن هذه الأوراق تصدر في السودان بصيغ إسلامية .

أ- الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية

تطرح جميع الدول العربية بما فيها سوريا، أدوات قصيرة الأجل لفترات استحقاق ثلاثة أشهر وسنة واحدة . وبالإضافة إلى هذه الأذون التي تطرح بالعملات المحلية، تطرح السلطات البحرينية صكوك السلم الإسلامية بالدولار الأمريكي لفترات استحقاق تتراوح بين شهر إلى ثلاثة أشهر . وتطرح جميع هذه الدول باستثناء عمان واليمن ، سندات خزانة لفترات استحقاق مختلفة*. ويلاحظ أن الفئات الأكثر إصداراً من حيث فترات الاستحقاق في الدول العربية، هي سندات السنتين والسندات لمدة خمس سنوات . وتصدر سندات السنتين في الأردن وتونس والجزائر والكويت ولبنان والمغرب وسوريا، في حين تصدر سندات الخمس سنوات في كل من الأردن والبحرين وتونس والجزائر والسعودية ومصروسوريا. أما فيما يخص سندات الخزانة طويلة الأجل ، فهي تطرح فقط في عدد محدود من الدول . فقد باشرت السلطات في المغرب في عام 2000 بإصدار سندات خزانة استحقاق 15و20 سنة . كما أقدمت السلطات في تونس في العام الماضي 2002 ، على إصدار سندات خزانة استحقاق 10 و12 سنة .

* السندات السعودية، هي أذون ذات عائد متغير تصدر لفترات استحقاق 5و 7 سنوات.

وإلى جانب سندات الخزانة ، تطرح عدد من الدول العربية سندات مشابهة تحت مسميات مختلفة مثل سندات التنمية أو سندات التجهيز أو سندات الإسكان . وتطرح هذه السندات في الأردن والبحرين والجزائر والسعودية وعمان ومصر . ويعتبر إصدار السلطات البحرينية لسندات تنمية استحقاق 30 عامًا، الإصدار الأطول استحقاقًا بين السندات العربية . ويذكر في هذا الصدد ، إن السلطات البحرينية طرحت إصداراً واحدًا من هذه السندات في عام 1999 ، بقيمة إجمالية بلغت 100 مليون دينار بحريني (266 مليون دولار)[1] .

وأي جانب أذون وسندات الخزينة وسندات التنمية، تطرح بعض الدول العربية أنواعاً أخرى من السندات. ففي البحرين، تطرح السلطات صكوك التأجير الإسلامية بالدولار الأمريكي، لفترات استحقاق ثلاث وخمس سنوات*. كذلك هناك العديد من السندات الخاصة غير القابلة للتداول، التي تم إصدارها لغرض معين، كما هو الحال في الأردن والجزائر والكويت ولبنان ومصر واليمن.

ولا تقتصر الإصدارات على الحكومة المركزية في عدد من الدول العربية، بل تقوم بعض الشركات والمؤسسات المملوكة من قبل الحكومة بإصدار سندات خاصة بها في السوق، كما هو الحال في الأردن وعمان وتونس ومصر والمغرب*. ومن أبرز هذه المؤسسات من غير المصارف ، سلطة المياه في الأردن التي تصدر سندات بانتظام لفترات استحقاق تتراوح بين سنة وعشر سنوات ، وشركة الدلتا للسكر في مصر التي طرحت سندات لسبع سنوات ، بالإضافة إلى صندوق تجهيز الجماعات المحلية في المغرب الذي يصدر سندات لفترات استحقاق 5 و7 سنوات .

ومن جانب أخر ، وفيما يتعلق بالإصدارات السيادية بالعملات الأجنبية ، فبالإضافة إلى ما سبقت الإشارة إليه حول صكوك السلم والتأجير الإسلامية التي تصدرها السلطات البحرينية بالدولار الأمريكي وتدرج في بورصة البحرين ، فإن هناك إصدارات سيادية في الأردن وتونس وقطر ولبنان ومصر والمغرب ، تدرج في الأسواق العالمية*. وتعتبر تونس ولبنان الأنشط عربيًا في هذا الشأن . بينما تصدر السندات اللبنانية بالدولار الأمريكي واليورو، فإن الإصدارات التونسية كانت بالدولار الأمريكي واليورو والين الياباني . وتتراوح فترات استحقاق الإصدارات اللبنانية من 3 إلى 15 سنة في حين تتراوح فترات استحقاق الإصدارات التونسية من 5 إلى 20 سنة .

---

1 - برنيه، محمد يسر ، اقتصادي : تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية ، أمانة مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية ، صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، 2004،ص16-17.

* تأتي إصدارات هذه الصكوك الإسلامية من قبل مؤسسة نقد البحرين ، بالتنسيق مع بنك التنمية الإسلامية والمصارف المركزية ومؤسسات النقد في الدول الإسلامية بهدف خلق سوق إسلامية لرأس المال ويذكر في هذا الصدد أن السلطات الماليزية طرحت صكوك مماثلة ، وذلك لنفس الغرض .

* تعود أكثر هذه الإصدارات لمصارف مملوكة من قبل الحكومة ، مثل بنك مسقط في عُمان ، والبنك التونسي الكويتي للتنمية في تونس، والبنك العقاري وبنك التنمية الصناعية في مصر ، والبنك الوطني للإنماء الاقتصادي في المغرب .

* كان هناك إصدار لعُمان ، استحق في عام 2002.

ب- نمط أسعار الفائدة :

تطغى أسعار الفائدة الثابتة على معظم الإصدارات المحلية من السندات الحكومية العربية ومنها سوريا/ أصدرت سوريا سندات خزينة استحقاق سنة واحدة بسعر الفائدة المرجح للمـزاد ب 1,44%. سـندات خزينة استحقاق ثلاث سنوات بسعر الفائدة المرجح للمزاد 1,94 بالمائة .سندات خزينة استحقاق خمس سنوات بسعر فائدة المرجح للمزاد 2,84%/ ، وذلك باستثناء إصدارات محدودة في البحرين والسعودية ، حيث يشار إلى أن الحكومة البحرينية طرحت سندات التنمية استحقاق 30 عاماً بسعر فائدة متغير يبلغ 50 نقطة فوق سعر " الخصم " لستة أشهر . كما يشار إلى أن السلطات السعودية ، تعتبر رائدة في هذا الشأن، حيث تطرح بانتظام سندات ذات عائد متغير لاستحقاق 5و7 سنوات ، تسعر بحسب أسعار الفائدة بين المصارف زائد هامش محدد . كذلك فان بعض إصدارات المؤسسات العامة في عدد مـن الـدول العربية تطرح بسعر فائدة متغير .

كما تطغى من جانب أخر ، أسعار الفائدة الثابتة على معظم الإصدارات السيادية العربية بالعملات الأجنبية ، باستثناء عدد محدود من الإصدارات ، مثل إصدار السلطات اللبنانية لسندات استحقاق أربع سنوات في عام 2000 ، بسعر فائدة متغير بلغ 200 نقطة أساس فوق " سعرالخصم " لستة أشهر .ويلاحظ بشكل عام عدم وجود أي إصدارات لسندات مرتبطة بمعدل التضخم أو بسعر الصرف . وتجدر الإشارة في هذا المجال إلى أن حوالي 27 في المائة من إصدارات السندات المحلية القائمة في أمريكا اللاتينية هي من نوع السندات المرتبطة بالتضخم ، ونحو 16 في المائة هي من نوع السندات المرتبطة بسعر الصرف ، أي هذين النوعين من السندات يشكلان معا حوالي نصف الإصدارات المحلية في هذه الدول[1]. وفي المقابل فإن حوالي ربع الإصدارات من السندات المحلية القائمة في شرق أسيا هي من نوع السندات ذات أسعار فائدة المتغيرة[2] .

1- بنك التسويات الدولية – يونيو 2002 ، وذلك بالاستناد إلى عينة من الدول شملت البرازيل وتشيلي وكولومبيا والمكسيك والبيرو . ويـذكر أن 89 في المائة من إصدارات تشيلي هي من السندات المرتبطة بمعدل التضخم ، في حين أن 48 في المائة من إصدارات البيرو هي من السـندات المرتبطة بسعر الصرف .

2- نفس المصدر السابق – بالاستناد إلى عينة من الدول مكونة من هونغ كونغ وسنغافورة واندونيسيا وكوريا .

جـ- هيكل فترات الاستحقاق

شهد هيكل فترات الاستحقاق (Term Structure) توسعاً في السنوات القليلة الماضية ، مع إقدام عدد من الدول العربية مثل تونس والمغرب ، على إصدار سندات طويلة الأجل كما سبقت الإشارة إليه ، وينعكس ذلك في ارتفاع متوسط فترة الاستحقاق للرصيد القائم من هذه السندات في نهاية عام 2002 ، عما كان عليه قبل عدة سنوات . ولقد وصل هذا المتوسط في المغرب إلى أعلى مستوى له بين الدول العربية ، حيث بلغ 4.3 سنة ، وهو مايقترب من أمثاله في بعض الاقتصاديات الناشئة . وتجدر الإشارة في هذا المجال، إلى أن متوسط فترة الاستحقاق بلغ في ماليزيا 4.7 سنة بينما بلغ 6.4 في لبيرو و5.2 سنة في كوريا .

ومع ذلك، فإن حصة السندات التي تتجاوز استحقاقها خمس سنوات من رصيد الأوراق المالية والسندات الحكومية في الدول العربية تعتبر محدودة (في سوريا لم تتجاوز السندات حصة استحقاقها خمس سنوات)، باستثناء المغرب الذي بلغت فيه الحصة حوالي 40 في المائة، تليها تونس بنحو 25 في المائة ثم البحرين بحوالي 16 في المائة.

د - السيولة

يعدُّ نقص السيولة في أسواق السندات الحكومية كما يعكسها ضعف نشاط التداول فيها، من العوائق الكبيرة التي تواجهها السلطات في أغلب الدول النامية. وفي هذا الصدد، فإن الوضع يعتبر أكثر حدة في الدول العربية، حيث يكاد يكون نشاط التداول في الأوراق المالية الحكومية، معدوماً في بعضها. ويلاحظ أنه حتى في الدول التي يوجد فيها نشاط نسبي في السوق الثانوية، فإن معدلات الدوران السنوية للسندات هي في معظم الحالات أقل من 3 في المائة، وبعض الدول أقل من واحد من المائة.

ومن الدلائل الأخرى على ضعف السيولة، اتساع الهامش بين سعري العرض والطلب على السندات الحكومية في الأسواق الثانوية، في الدول التي يوجد فيها نشاط نسبي للتداول. في سوريا إصدار سندات خزينة بقيمة خمسة مليارات ليرة (106 ملايين دولار) وذلك بهدف استخدامها في تمويل مشاريع تنموية وبخاصة في مجال الطاقة الكهربائية مع الأخذ بعين الاعتبار أن هذا الإصدار قد لا يغطي أيا من المشاريع الكبيرة هذا وتعاني سوريا من حاجة شديدة للاستثمارات في البنية التحتية .

ثالثاً : دور سوق الأوراق المالية الحكومية في تمويل التنمية والبنيان الاقتصادي

أ- علاقة سوق الأوراق المالية الحكومية بالتنمية :

ظهرت قضية التنمية الاقتصادية بشكل واضح كمفهوم اقتصادي منذ نهاية الحرب العالمية الثانية ، وكان الاعتقاد السائد حينذاك هو أن المشكلة في جوهرها هي مشكلة نقص في التمويل والاستثمارات ، وأنه يكفي أن تتوافر الموارد المالية الكافية لكي تحل مشكلة الفقر.

ولكن الحقيقة أوضحت أن قضية التنمية أكثر تعقيداً من مجرد نقص في الموارد المالية. فإلى جانب هذه الموارد هناك قضية الموارد البشرية والتنمية البشرية بكل أبعادها. كذلك تم توضيح إن التنمية ليست مجرد مسالة اقتصادية تتعرض للكميات الاقتصادية المعروفة من إنتاج واستثمار وادخار ، أو صادرات وواردات ، أو إستراتجية تصنيعية أو غير ذلك مما درج الاقتصاديون على دراسته ، بل هي قضية مجتمعية مركبة ، يتداخل فيها الاقتصاد مع السياسة مع القانون . وتلعب العوامل الاجتماعية والتكنولوجية والسكانية والتطورات التاريخية دوراً لا يمكن إهماله. وقد حظي موضوع المؤسسات والسياسات وشكل الإدارة الاقتصادية والتنظيم القانوني وتوافر المعلومات باهتمام كبير فبالسنوات الأخيرة[1].

وعلى الرغم من هذا التطور في مفهوم التنمية وما ترتب عليه من عدم الاقتصار على قضية التمويل لمواجهة مشاكل التنمية وضرورة إعطاء الجوانب الأخرى ما تستحقه من اهتمام ، فما زال للتمويل ومدى توافره ودرجة كفاءته دوراً كبيراً في مواجهة قضية التنمية .

حقاً لم يعد التمويل هو القضية الوحيدة في مفهوم التنمية، ولكنه يظل احد أهم عناصر السياسات التنموية، بل أن الاهتمام بالعناصر الأخرى من تنمية بشرية أو ترشيد في المؤسسات أو تحسين في السياسات الاقتصادية إنما يتطلب بدوره موارد مالية. فالتمويل ليس فحسب ، مقصوداً لتمويل الاستثمارات الإنتاجية بل هو لازم أيضاً لتحقيق الاستثمارات البشرية وإحداث التغيرات المؤسسية والتطوير التكنولوجي .

وهكذا فلا زال التمويل يمثل جوهر عملية التنمية ، وعلى ألا ينظر إليه كعلاج سحري كاف بذاته ، بل باعتباره شرطاً ضرورياً وان لم يكن كافياً . فيجب أن تعالج قضايا التمويل من خلال نظرة واسعة، فان مجرد توافر التمويل لن يحل مشكلة وقد يصبح أحد هذه المشاكل. فالتمويل ما لم تصاحبه سياسات لإجراء تعديلات في النظم والمؤسسات والآخذ بالسياسات المناسبة في الجوانب الاقتصادية والقانونية والمعلومات والبيانات وغير ذلك ، فإنه قد يصبح لا فائدة منها .

1 -Himani,Oussama, "Financial Markets and Development : the Experience of Egypt , Lebanon, and Syria ", 2002 ,op.cit.p121..

هذا عن تطور مفهوم التنمية ودور التمويل إزاءها، أما عن دور سوق الأوراق المالية تأخذ أشكالا متعددة، وتوفر هذه السوق بشكل عام، التمويل وبما يخدم عملية التنمية. ويمكن أن يتحقق ذلك بعدة أشكال[1]:

1- توفير الموارد المالية للمشروعات ، ولعل هذا الدور الأوضح لسوق الأوراق المالية الحكومية في مجال التنمية ، وهذا التمويل يمكن أن يأخذ أشكالا متعددة ، فقد يكون عن طريق الإقراض أو عن طريق المساهمة في الملكية ، والأصل في التمويل للتنمية هو التمويل الرأسمالي وبالتالي يكون عادة تمويل متوسط أو طويل الأجل .

إن المدخرين يجدون في أسواق الأوراق المالية تنوعاً كبيراً للاستفادة من مدخراتهم ، من خلال التشكيلة الواسعة للأوراق المالية المطروحة في السوق للشركات مختلفة النشاطات والأهداف ، فالمستثمر يحاول أن يفاضل بين ورقة مالية وأخرى حتى يختار في النهاية ما يناسبه من هذه الأوراق المطروحة كما أن المستثمر يجد في أسواق الأوراق المالية فرصاً كثيرة لتمويل استثماراته [2].

2- ترشيد السياسات الاقتصادية ، فالتنمية ليست مجرد عملية تمويل وتوفير موارد مالية للاستثمار ، وإنما هناك جوانب مؤسسية وسياسات اقتصادية وهيكلية لازمة لنجاح التنمية . ولذلك فان نجاح جهود التنمية تتوقف إلى حد كبير على مدى كفاءة السياسات الاقتصادية الكفيلة بتهيئة المناخ العام من حيث إيجاد المؤسسات القادرة ووضع السياسات المناسبة لتحقيق هذه التنمية . وتلعب سوق الأوراق المالية دوراً رئيساً في هذا الصدد .

3- المساعدة على توفير البنية الأساسية المادية والمؤسسية، فليست كل المشروعات اللازمة للتنمية مشروعات قادرة على توفير عائد مالي لتغطية تكاليفها الرأسمالية. ولذلك يفرق الاقتصاديون عادة بالنسبة لتحيد العائد من هذه المشروعات ، بين مايطلق عليه العائد المالي والعائد الاقتصادي .تحتاج التنمية إلى هذين النوعين من المشروعات ، المشروعات ذات العائد المالي المربح والمشروعات ذات العائد الاقتصادي الايجابي . والأولى وتقوم بها مشروعات القطاع الخاص، والثانية تحتاج إلى نوع من التدخل الحكومي أما مباشرة بقيام القطاع العام بها أو بطريق غير مباشر . وكثيراً ما يطلق على المشروعات ذات العائد الاقتصادي المرتفع التي تعتمد عليها المشروعات الإنتاجية الأخرى بشكل كبير ، بأنها مشروعات البنية الأساس.

---

1 -Elhage,Mohamad Hassan , " Monetary Policy and the financial Sector's Role in Economic Development : A case Study of Saudi Arabia " , Johns Hopkins University , 2001, p. 85..

2- شيحة، مصطفى رشدي : اقتصاديات النقود والمصارف والمال . دار المعرفة الجامعية ، الإسكندرية ، 1996ص532.

ولا تقتصر مشروعات البنية الأساسية على المشروعات المادية ، بل أنها تشمل أيضاً التطوير المؤسسي اللازم لكفاءة إدارة الاقتصاد والارتفاع بالإنتاجية . فالبرامج الاجتماعية تساعد على الإسراع بتحقيق التنمية الاقتصادية . ولكن توافر نظام قانوني وقضائي عادل وفعال ووجود بيانات سليمة ومنتظمة لا تقل أهمية. فهذه المؤسسات تمثل نوعاً من البنية الأساسية التي لا تقل أهمية عن المشروعات المادية لهذه البنية الأساس.

ب-سوق الأوراق المالية الحكومية ودوره في تامين أساليب التمويل المتنوعة

إن سوق الأوراق المالية الحكومية تساعد في عمليات التنمية خلال ما توفره من موارد تمويلية للتنمية وما تحقق من خلالها من تمويل للمشروعات أو ترشيد في السياسات الاقتصادية وما تساهم به في التمويل البنية الأساس المادية والمؤسسية .

وأساليب التمويل المتاحة هي:

1- تمويل المشروعات الإنتاجية،وخاصة المشروعات القادرة على توفير عائد مالي مناسب بما يجذب المستثمرين، من ثم فإن المجال الطبيعي لهذه المشروعات هو القطاع الخاص . ومع ذلك فلا زال القطاع العام يعمل في مجال مشروعات إنتاجية قادرة على التعايش مع أحكام السوق ، إما لأسباب إستراتيجية أو إيديولوجية أو حتى تاريخية .

ولذلك فإن تمويل مثل هذه المشروعات قد يكون لحساب أي من القطاع العام أو الخاص أو المختلط .ويمكن أن يتم تمويل هذه المشروعات الإنتاجية بأحد الأسلوبين: المساهمة في رأس المال، أو الإقراض . ما تقوم شركات الاستثمار بالتمويل عن طريق المساهمة الرأسمالية في حين تقوم البنوك عادة بتوفير الإقراض لهذه المشروعات. والأصل أن يتم تمويل هذه المشروعات الإنتاجية خلال القطاع المالي المحلي من بنوك وشركات استثمار محلية . فباستثناء المشروعات الخاصة الكبيرة وشركات القطاع العام ، فإن معظم المشروعات الإنتاجية تبحث عن التمويل من خلال القنوات المحلية من البنوك المحلية أو شركات الاستثمار والتوظيف المحلية أو أسواق المال المحلية .

2- تمويل التجارة ، فلا تقتصر حاجة المشروعات إلى التمويل الرأسمالي فحسب بل أنها تتطلب أيضا تمويلاً لرأس المال العامل لتمويل عملياتها الجارية . والأصل أن يتم هذا التمويل أيضا من خلال المؤسسات المالية المحلية.

3- ضمانات مالية للإصدار أو القروض ، إن ما تقدمه المؤسسات المالية في مجال التمويل لا يقتصر على تقديم الموارد المالية أو ما يطلق عليه الالتزامات المباشرة فحسب ، بل أنه يتضمن أيضاً توفير الضمانات والتي تمكن المستفيد من الدخول إلى أسواق الأوراق المالية للاقتراض بشكل أفضل . ولذلك، فإن أحد أهم أدوات مؤسسات التمويل هي توفير هذه الضمانات أو ما يطلق عليه أحيانًا اسم الالتزامات

العرضية . وميزة هذه الضمانات هي المساعدة على دخول الحكومات إلى أسواق المال الدولية بشروط أفضل[1] .

وقد يتجاوز دور المؤسسات المالية عمليات الضمان (Guarantee) ليوفر ضمان الاكتتاب (Underwriting) . وفي هذا الحال تقوم المؤسسات المالية بضمان الاكتتاب في الإصدارات للحكومات والمشروعات . وعادة ما تقوم البنوك بهذه العمليات للضمان أو ضمان الاكتتاب.

4- ضمانات مخاطر الاستثمار ، عندما يتعلق النشاط الاقتصادي بالتعامل مع الخارج فإن المستثمر أو المصدر يواجه مخاطر إضافية نتيجة لتعامله مع بلد أجنبي . وقد تكون هذه المخاطر سياسية أو تجارية . فالدولة الأجنبية قد يقع بها إحداث سياسية – ثورات أو انقلابات – كما تصدر فيها قوانين تنتهك حقوق الأجانب . وهذا هو ما يطلق عليه المخاطر السياسية . ولكن هناك مخاطر تجارية راجعة إلى إخفاق الشركاء المحليين في الوفاء بالتزاماتهم .ولذلك تحرص معظم الدول على توفير ضمانات للمستثمرين للحد من هذه المخاطر .

ضمانات مخاطر الصادرات ، كما يتعرض المستثمر الأجنبي لمخاطر سياسية وتجارية نتيجة للاستثمار في دولة أجنبية ، فان المصدر يتعرض بدوره لمثل هذا المخاطر إذا لم يستطع أن يستوفي حقوقه من المستورد الأجنبي دون تقصير من جانبه نتيجة لهذه المخاطر التجارية أو السياسية . ولذلك تحرص الدول على توفير ضمانات لمصريها ضد المخاطر السياسية والتجارية ، لتشجيعهم على التصدير إلى الخارج .

5- تمويل سياسات وبرامج اقتصادية : تناولنا في الصور السابقة حالات لتمويل مشروعات أو عمليات محددة ، ولكن هناك أشكال أخرى للتمويل لا تتجه إلى عمليات محددة بل تقوم الحكومة بها من اجل اتخاذ سياسات اقتصادية مناسبة أو إجراء إصلاحات هيكلية أو تنفيذ برامج محددة . ومن هنا فان التمويل يمثل نوعاً من الحفز والتشجيع تقوم به الحكومة من اجل اتخاذ هذه السياسات والإصلاحات ، أو من أجل تحفيز إحدى القطاعات باتجاه ما تهدف إليه الحكومة .

6- تمويل مشروعات البنية الأساسية: رأينا أن التنمية لا يمكن أن تتحقق دون توافر البنية الأساسية بشقيها المادي والمؤسسي. ويمكن للأسواق المالية أن تساهم في هذا الإطار.

1- الزحيلي ، وهبي : التمويل وسوق الأوراق المالية ،دار المكتبي ، دمشق ،2001،ص89.

جـ - دور أسواق الأوراق المالية الحكومية في النشاط الاقتصادي

وجدت أسواق الأوراق المالية الحكوميةفي الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين ، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات. وتعمل تلك الأسواق على تحقيق موازنة فعالة مابين قوى الطلب والعرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء جميع المعاملات والمبادلات .و تزداد أهمية أسواق الأوراق المالية في الدول التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة الفردية والجماعية .

فأسواق الأوراق المالية تستمد أهميتها من وجودها ومن دورها متعدد الأوجه ، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي ، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته ، وفي الوقت عينه تتأثر به . وتلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي ، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية ، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية . فضلاً عن ذلك تعمل هذه الأسواق على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيعها ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات. وتوفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخيل سليمة أمام الأفراد ولا سيما صغار المستثمرين . كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب. وتمثل أسواق الأوراق المالية حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار هذه الأسهم[1].

وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق أهدافها في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك خلال:

1- توفير الحافز للمستثمرين خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة .

2- القدرة على توفير وإعادة تدوير كميات مناسبة من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع ، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة .

3- رفع درجة الوعي بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويل صغار المدخرين إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي .

1- مجيد ،ضياء : البورصات أسواق المال وأدواتها ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 2005 ، ص 105.

بالإضافة إلى ذلك ، فإن أسواق رأسمال تساعد في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي . وتعمل أسواق رأسمال في موازاة ذلك على تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها.

د- دور السندات الحكومية في سوق الأوراق المالية الحكومية

إن هناك عدداً من الضرورات التي تملي إطلاق سوق الأوراق المالية الحكومية. أولى تلك الضرورات هي ما تمليه عملية التحول لاقتصاد السوق الاجتماعي التي تحدث تغييراً في أهداف وآليات المالية العامة من جهة وفي القطاع المالي والسلطة النقدية وآليات عمل كل منها.. وأشار إلى أنه من المعروف أن تمويل احتياجات الإنفاق العام تغطّى عادة من إيرادات الموازنة العامة التي تتكون بشكل رئيس من الضرائب والرسوم وإيرادات الدولة الأخرى، وفي كثير من الأوقات لا تكفي إيرادات الموازنة لتغطية حاجات الإنفاق العام ضمن السياسة العامة للدولة واحتياجاتها التنموية، وبالتالي يحدث العجز الذي يحتاج إلى تمويل.. وأوضح أنه في اقتصاد السوق يتم تغطية هذا العجز عبر إصدار سندات مالية عادة ما تكون متوسطة إلى طويلة الأمد.. مبيناً أنه في الماضي كان يتم تمويل هذه الاحتياجات عن طريق صندوق الدين العام والتشابكات المالية بين الجهات الاقتصادية العامة.. كذلك كان يتم اللجوء إلى مصرف سورية المركزي لتمويل هذا العجز أو المصارف العامة الحكومية والمؤسسة العامة للتأمين ومؤسسة التأمينات الاجتماعية التي كانت تعامل على أساس أنها مؤسسات تورّد "فوائض اقتصادية" بينما يشكل استخدامها زيادة للدين العام دون ضوابط واضحة، وبالتالي لم يكن يعرف الحجم الحقيقي للدين العام الداخلي، كما أن التشابكات المالية كانت توقع بعض الجهات بأزمات سيولة على حساب شركات أخرى وكانت تمنع معرفة الشركات والمؤسسات الرابحة من الخاسرة.. وأكد أنه اليوم ومع وجود سندات الخزينة أصبح بالإمكان للموازنة العامة أن تكون على مسافة من هذه المؤسسات التي يجب أن تعتمد على مصادر تمويلها الذاتية أو الاقتراض من القطاع المالي..أما التمويل عن طريق مصرف سورية المركزي، وهو الأخطر، فهو سبب رئيس من أسباب التضخم المالي حيث تلجأ الحكومة للاستدانة من المصرف المركزي الذي يطبع العملة لتلبية هذه الاحتياجات لا على أساس احتياجات الاقتصاد للكتلة النقدية .

أما الضرورة الثانية فهي تمويل احتياجات إدارة الخزينة العامة أثناء السنة؛ خاصة وأن الإيرادات الضريبية تأتي في أوقات معينة من السنة تختلف عن توقيت النفقات الجارية أو الاستثمارية لذلك يمكن

استخدام أذونات الخزينة والتي هي بطبيعتها قصيرة الأمد لتمويل احتياجات الخزينة والتي ما تلبث أن تسدد في وقت لاحق من السنة من حصيلة الضرائب والرسوم التي تحصل عادة في أوقات محددة من السنة مرتبطة بمواعيد تقديم البيانات الضريبية للمكلفين بالضريبة.

أما بالنسبة لمصرف سورية المركزي فيمكن لهذه السندات أن تستخدم كأداة من أدوات السياسة النقدية حيث يتم التحكم بالسيولة في الاقتصاد عبر بيع وشراء سندات الخزينة.حيث يؤدي بيع سندات الخزينة إلى سحب السيولة وتخفيضها بينما يؤدي شراؤها إلى طرح هذه السيولة في السوق.. مثلاً عند طرح سندات قيمتها خمسة مليارات فهذا يعني امتصاص سيولة من القطاع المصرفي مساوية لهذه المبالغ التي تتحول إلى سندات يحملها مقتنوها، وعندما يشتري المصرف المركزي سندات مطروحة سابقاً فإن ذلك يؤدي إلى طرح سيولة تساوي قيمة السندات المشتراة(1).

أما بالنسبة للقطاع المالي فتقدم سندات الخزينة أداة لاستثمار فائض السيولة لدى المصارف كما تفيد في تقديم معدل الفائدة خالية المخاطر والتي تشمل أرضية معدلات الفائدة ويجب أن تعكس العرض والطلب على الأموال المتوفرة للإقراض أو الطلب على هذه الأموال.حتى الآن تحدد معدلات الفائدة بقرارات تصدر عن مجلس النقد والتسليف وقبل ذلك كانت تحدد من قبل اللجنة الاقتصادية في مجلس الوزراء وبمعزل عن العرض والطلب على الأموال وقد بقيت معدلات الفائدة ثابتة عند 9% لأكثر من عقدين من الزمن وهذا ما أدى إلى خلل كبير في الاقتصاد السوري، ومع إعادة تفعيل دور مجلس النقد والتسليف، تولى الأخير تحريك معدلات الفائدة ضمن هوامش معينة، لكن بقي التسعير إدارياً مع هامش يتحرك ضمنه القطاع المصرفي .

إن إطلاق سوق الأوراق المالية الحكومية سيؤدي إلى تنشيط سوق دمشق للأوراق المالية إذ إن ذلك يمثل بداية لطرح السندات المحددة العائد في السوق fixed income والتي يمكن أن تتبعها إصدارات للسندات من قبل الشركات .

حيث أن كثرة اللجوء إلى هذه الوسيلة بغض النظر عن إمكانيات تسديدها يؤدي إلى نموّ الدين العام ليصبح ككرة الثلج.. لذلك أكدت وزارة المالية مراراً أن طرح هذه السندات سيكون فقط لغايات تمويل المشاريع التنموية ذات الجدوى.

1-http://www.rtv.gov.sy/index.php?d=100003&id=71874

هـ – الأهمية الاقتصادية لتطوير السوق المالية الحكومية في سورية

أتاحت السنوات الماضية ، التي شهدت عدداً كبيراً من الأزمات المالية ، فرصاً وفيرة لتقويم الدور الذي تضطلع به أسواق الأوراق المالية في تخصيص الموارد والنمو الاقتصادي. وكان من النتائج المباشرة لإدراك أن أسواق الأوراق المالية السليمة أساسية للرخاء الخاص والعام ، حيث أن مختلف البلدان في بقاع العالم تسعى الآن إلى تطوير أسواق الأوراق المالية لما لها من أهمية اقتصادية يمكن إيجازها فيما يأتي :

1- استقطاب الأموال السورية المستثمرة في الخارج والتي هي معرضه لشتى أنواع المخاطر (المصادرة ، والتجميد ، وتقلبات أسعار الصرف والفائدة ، والتآكل بفعل التضخم ، وغيرها).
2- دفع عملية التنمية الاقتصادية على الصعيد الوطني ، الأمر الذي يخفف من الاعتماد على القروض الخارجية ، ومشكلة الديون الخارجية التي يزيد حجمها لدى سورية عن الأربعة مليارات دولار .
3- التعبئة الأفضل للطاقات الادخارية المحلية ، مما يخفف من التقلبات في الفوائض البترولية الناجمة عن تذبذبات أسعار النفط العالمية ، وما يصاحبها من أثار سلبية على عملية التنمية الاقتصادية . ظهرت قضية التنمية الاقتصادية بشكل واضح كمفهوم اقتصادي منذ نهاية الحرب العالمية الثانية ، وكان الاعتقاد السائد حينذاك هو أن المشكلة في جوهرها هي مشكلة نقص في التمويل والاستثمارات ، وانه يكفيان تتوافر الموارد المالية الكافية لكي تحل مشكلة الفقر . ولكن الحقيقة أوضحت أن قضية التنمية أكثر تعقيداً من مجرد نقص في الموارد المالية. فإلى جانب هذه الموارد هناك قضية الموارد البشرية والتنمية البشرية بكل أبعادها. كذلك تم توضيح أن التنمية ليست مجرد مسالة اقتصادية تتعرض للكميات الاقتصادية المعروفة من إنتاج واستثمار وادخار ، أو صادرات وواردات ، أو إستراتجية تصنيعية أو غير ذلك مما درج الاقتصاديون على دراسته ، بل هي قضية مجتمعية مركبة ، يتداخل فيها الاقتصاد مع السياسة مع القانون . وتلعب العوامل الاجتماعية والسكانية دوراً هاماً[1].

1 -Anthony Saunders,Marcia Million , "Financial Markets and Institutions : A Modern Perspective ", New York 2004,op .cit,p.622.

الفصل الثالث

السندات الحكومية وأثرها على الموازنة العامة في سوريا

المبحث الأول : دور السندات الحكومية في تخفيض العجز في الموازنة العامة السورية

أولاً- السياسة المالية للدولة

قبل أن نتحدث عن السندات الحكومية ودورها في الموازنة العامة لابد أن نتطرق إلى السياسة المالية لمالها من أهمية حيث أنه يمكن اعتبار السياسة المالية عبر أدواتها الرئيسية بمنزلة برنامج مُخطط للدولة تنفذه باستخدام مصادرها الإيرادية وبرامجها الإنفاقية لإحداث آثار تصب لمصلحة أهدافها على جميع متغيرات النشاط الاقتصادي والاجتماعي والسياسي تحقيقاً لأهداف الخطة الاقتصادية العامة وأهمها،توزيع الدخل بشكل عادل – العمالة – الاستقرار الاقتصادي – الكفاءة الاقتصادية في تخصيص وتوجيه الموارد – توازن ميزان المدفوعات ومن ثم تحقيق معدلات النمو الاقتصادي كهدف رئيس للسياسة الاقتصادية في مرحلة التحول نحو اقتصاد السوق ليصار إلى تعبئة الموارد، والسيطرة على معدلات التضخم، وتحقيق عائد مناسب على الودائع.الواقع إن أسواق المال بشكل عام وأسواق الأوراق المالية بخاصة تشكل عاملاً إيجابياً في دفع عجلة النمو الاقتصادي عبر تعبئة الموارد وتوجيهها نحو الاستثمارات، كما أن السياسة المالية بدورها تدعم التنمية الاقتصادية خلال تأثيرها إيجاباً على الوظائف التمويلية لأسواق الأوراق المالية، بمعنى آخر فإن السياسة المالية تؤثر مباشرةً على أسواق الأوراق المالية عبر: تعبئة المدخرات، وخاصة في القطاع العائلي وتوجيهها مع الموارد المالية الأخرى نحو الاستثمار بالإضافة لتأثيرها المباشر على الدخل والفائدة وذلك كله عبر الأدوات الرئيسية لهذه السياسة وبخاصّة السياسة الضريبية وسياسة الإنفاق العام.

ثانياً- أدوات السياسة المالية

مثل ما تستطيع الحكومة التأثير على الاقتصاد الوطني وإدارته باستخدام السياسة النقدية والتي يعدُ معدل الفائدة والخصم ومعدل الاحتياطي أدواتها فإنها أيضاً تستخدم أدوات السياسة المالية من ضمن السياسات الاقتصادية العامة ، وأدوات السياسة المالية هي توزيع الضرائب وتوزيع الإنفاق وطريقة التعامل مع الدين العام أو الفائض[1] .

1-الضرائب:

بكافة أنواعها مثل ضريبة الدخل وضرائب الشركات والضرائب الغير مباشرة وكذلك الرسوم الجمركية التي تفرض على السلع والخدمات سواء ما كان منها محلياً أو خارجياً عند استيراده ، بحيث أن تفرض الدولة ضريبة أو رسم معين لتحقيق هدف معين يخدم السياسة الاقتصادية للدولة حيث تهدف الدولة من فرضها على سلع معينة من حماية صناعة وطنية مثلاً أو إعادة توزيع الدخل القومي الحقيقي أو أن الدولة ترغب في التأثير على وارداتها من السلع المستوردة بما يخدم سياستها الاقتصادية العامة .

على سبيل المثال عندما تقوم الدولة بخفض الضريبة لذوي الدخل المنخفض سوف يساعد ذلك على زيادة استهلاكهم أو إنفاقهم الاستهلاكي بنفس القدر الذي تم تخفيضه بينما لو تم رفعها على ذوو الدخل المرتفع فان ذلك لن يؤثر على استهلاكهم المرتفع أصلاً ولكن سوف يؤثر على مدخراتهم مع عدم تغير إنفاقهم الاستهلاكي وبقاءه بنفس المستوى.

2-الإنفاق الحكومي

حجمه وكيفية توزيعه على النشاطات المختلفة داخل الدولة له تأثير على تلك النشاطات وكذلك التأثير على نشاط معين سوف يؤثر على الأنشطة الأخرى المرتبطة به.قد يكون الإنفاق الإجمالي ثابت أي بدون زياد أو نقص ولكن إعادة توزيعه على الأنشطة الاقتصادية لها اثر كبير حيث على سبيل المثال يتم خفض الإنفاق على الطرق والإنشاء وزيادة ماتم خفضه في هذا النشاط لصالح نشاط التعليم مثلاً ولذلك فان لتوزيع الإنفاق دور كبير وقد يكون في زيادة الإنفاق على نشاط معين على حساب أخر فيه تحفيز للاقتصاد ومثال أخر وهو أن يتم خفض الإنفاق على التعليم وتحويل ماتم خفضه لإيجاد نشاطات استثمارية تستوعب بطالة ، وعليه فإنه في حالة عدم رفع الإنفاق الكلي فإن الإنفاق على نشاط معين يكون على حساب نشاط آخر .ويتم رسم هذه السياسة حسب متطلبات وخطط الدولة.

1- جامع ، أحمد : التحليل الاقتصادي الكلي ، دار الثقافة الجامعية ، القاهرة ، 2001، ص341.

3-الدين العام

حجم الدين العام ومقدار نموه وكيفية الحصول عليه تُعَدُّ مهمة من ناحية السياسة المالية للحكومة فهي تؤثر على الوضع الاقتصادي العام في الدولة ، كما أنه في نفس الوقت في حال وجود فائض فإن حجمه كذلك ومقدار نموه وكيفية استغلاله لها تأثير على الأنشطة الاقتصادية في الدولة .عندما تقترض الحكومة في فترة التضخم النقدي أي ببيعها للسندات الحكومية على الجمهور فإنه سوف يكون هذا البيع على ذوي الدخول المتوسطة والكبيرة أو هذه السياسة قد تسبب انخفاض الاستهلاك (إنفاقهم الاستهلاكي) . وكذلك عندما يتعذر على الحكومة تلافي العجز في فترة التضخم فإنها يجب أن تنتهج سياسة لتقليل الضغوط التضخمية عن طريق تخفيض الاستهلاك .إما في فترة الركود الاقتصادي في الدولة فإن الدولة عند حدوث عجز تلجأ لتمويله من المؤسسات المالية وذوي الدخول العالية والذين لا يؤثر إقراضهم للحكومة على إنفاقهم الاستهلاكي مما قد يفاقم المشكلة إذا كان تمويل الدين في فترة ركود من طبقة قد ينخفض استهلاكهم وبدوره فإن انخفاض الاستهلاك غير مرغوب في فترة الركود.

ثالثاً:الدين العام في سورية

يمثل الدين العام القائم في لحظة معينة حجم الاقتراض السابق لتلك اللحظة والذي لم يسدد بعد ، وينشأ الدين العام كنتيجة لتمويل عجز الموازنة الحكومية بالاقتراض ،(حيث بلغت نسبة الدين العام الداخلي والخارجي 35%من الناتج المحلي الإجمالي) وتقترض الحكومات محلياً من المصارف التجارية أو المصرف المركزي أو من المؤسسات المالية وغير المالية بالإضافة إلى الجمهور . كما وتقترض الحكومات من الخارج من الأسواق الدولية أو من المؤسسات الخاصة أو العامة أو الإقليمية أو الدولية ، ويكون الاقتراض سواء أكان محلياً أم خارجيًا بتكلفة يتحدد مقدارها بسعر الفائدة وحجم الاقتراض ، وعادة ما يكون حجم الاقتراض بمقدار تمويل العجز في الموازنة (ما لم يتم اللجوء إلى الإصدار النقدي) .

إذاً ينشأ الدين العام بشقيه المحلي والخارجي " حيث يعرّف الدين العام بأنه مجموع ديون الدولة الداخلية والخارجية حيث أن الإحصاءات الرسمية للدين الوطني تستبعد قروض البنك المركزي على أساس انه لا يتطلب خدمة لذلك الدين (أي مدفوعات الفائدة واستهلاكها) أما مفهوم الدين العام فهو يجمع بين كل من الدين الوطني وقروض البنك المركزي لتغطية عجز الموازنة لذا يعد أفضل تمثيلاً وانعكاساً لتراكم عجز الموازنة في السنوات الماضية ، "[1]. بسبب الحاجة لتمويل عجز الموازنة العامة، ويأتي هذا العجز

1- قطيش ، عبد اللطيف – رئيس مصلحة الخزينة والدين العام بوزارة المالية اللبنانية – سياسة وإدارة الدين العام في البلدان العربية – صندوق النقد العربي – أبو ظبي -2003 ، ص137.

مصاحباً لتوسع النفقات بأكثر من زيادة الإيرادات العامة (ضريبية وغيرها) حيث تلجأ الدولة إلى الأساليب النقدية التي تتمثل أساساً في الإصدار النقدي لتغطيتها أي لجوئها إلى عقد القروض العامة.

فعلى صعيد الاقتراض المحلي ، فإن من الأهمية بمكان أن لا يؤدي اللجوء إلى الاقتراض الداخلي إلى الإفراط في مزاحمة القطاع الخاص بالحصول على التمويل الكافي لاستثماراته ، ويسهل تحقيق هذا الهدف وغيره من الأهداف المرغوبة فيما إذا توفر سوق رأسمال وطني متطور ، وهو ما تفتقر له البلدان النامية عادة ، وحتى تستطيع الدولة الحصول على التمويل اللازم محلياً فإن ذلك يتطلب بالدرجة الأولى المحافظة على أسعار فائدة حقيقية موجبة (مقارنة مع معدل التضخم الذي غالبًا ما يكون أكبر من سعر ومعدل الفائدة مما يحولها إلى سالبة) وإلا نجم عن ذلك هروب رأس المال المحلي مما يدفعهما إلى اللجوء نحو الاقتراض من البنك المركزي بطريقة مباشرة (الإصدار النقدي) أو من البنوك التجارية بطريقة غير مباشرة .

وهذه النتائج لها انعكاسات سلبية على الاقتصاد ، وبالطبع فإن الدولة يجب ألا تسعى فقط نحو إيجاد التمويل الملائم ، بل أن يتزامن ذلك مع إيجاد الحلول للعجوزات المالية والسعي نحو تخفيضها إلى المستويات التي تنسجم وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي .

عملياً بلغت ديون سوريا الداخلية عام 2009(213.76)مليار ل.س ، مقابل 181.55 مليار ل.س عام 2008 بنسبة 79.2%.(الأرقام ماخوذة من المجموعة الإحصائية لعام 2009)

أما على صعيد الاقتراض الخارجي فإنه يعد من أدوات التنمية الفعالة في ضوء مساهمته في تضييق الفجوة بين الادخارات المحلية والاستثمار ، ومابين الصادرات والمستوردات من السلع والخدمات ، وتلجأ الدولة في مراحل مبكرة ومتوسطة من التنمية الاقتصادية للاقتراض الخارجي لزيادة معدل نموها الاقتصادي ، ولكن في المقابل فان هنالك تكلفة مرتبطة بالاقتراض الخارجي تتمثل في أعباء خدمته (فوائد وغرامات وعمولات ، ارتباط) .ومن هنا تنبع أهمية سياسة ومحاسبة وإدارة الدين العام الخارجي الهادفة إلى تعظيم منافع الاقتراض الخارجي مقارنة بأعبائه ، وحتى تحقق هذه السياسة أهدافها يجب أن تكون منسجمة مع بقية السياسات الاقتصادية الأخرى . وبالرغم من عدم وجود إستراتيجية اقتراض مثالية ، فإن من المسلّم به أن الأعباء المرتبطة بالاقتراض الخارجي يجب ألا تكون كبيرة في المدى المتوسط والطويل لغايات ميزان المدفوعات ، وهذا يتطلب معرفة مستوى الدين والمحافظة عليه ضمن الحدود الآمنة والسعي للحصول على أفضل الشروط المتاحة بخصوصه ، إلى جانب التركيز على طرق استخدام الموارد المقترضة ، فالدول التي تقترض بحكمه كأن يكون اقتراضها موجه مثلاً نحو تراكم الموجودات الرأسمالية المنتجة لن تواجه صعوبة في خدمة أعباء قروضها . وعلى الصعيد العملي بلغت ديون سوريا الخارجية في بداية 2009 (12.29)مليار ل.س بنسبة4.9%من الناتج المحلي الإجمالي

مقابل (10.6)مليار ل.س عام 2008بنسبة 85%من الناتج المحلي الإجمالي .(المجموعة الإحصائية لعام 2009)

قامت سوريا بتسديد معظم الديون الخارجية بما في ذلك الديون المستحقة لصالح الاتحاد السوفييتي السابق وتعتبر سوريا حالياً من أقل دول العالم مديونية .

مما سبق نجد أنه يمكن تقسيم القروض العامة إلى محلية وأجنبية وذلك وفقاً لصفة الدائن ، لا سيما وان الحاجة في الدول النامية إلى تنمية سريعة ومتوازنة ، وحاجتها إلى القطع الأجنبي لتمويل مشاريعها الاستثمارية تفرضان عليها اللجوء إلى القروض الخارجية والاستثمارات الأجنبية .

كما ويمكن التمييز بين القروض العامة الطويلة الأجل والمتوسطة والقصيرة الأجل وذلك تبعاً لمدة القرض بالإضافة إلى أسناد الخزينة العامة[1] .التي تعد من القروض القصيرة الأجل ، وهي قروض تصدرها الدولة لسد عجز نقدي ناتج عن سبق الإنفاق على الإيراد من الناحية الزمنية في موازنة متوازنة الأمر الذي يلزم معه الاقتراض لحين تحصيل الإيرادات التي تغطي هذا الإنفاق في الموازنة ، أو لسد عجز مالي وهو زيادة حقيقية في النفقات عن الإيرادات ، وفي هذه الحالة تصدر الدولة ما يعرف بأسناد الخزينة غير العادية

هذا ويطلق على القروض القصيرة الأجل بالدين السائر وعلى القروض المتوسطة وطويلة الأجل بالدين المثبت ، وقد لا تحدد الدولة تاريخاً تلتزم فيه بسداد الدين تاركةً لنفسها الحق في تحديد هذا التاريخ ويقال في هذه الحال أن الدين مؤبد .

1- دويدار ، محمد -مبادئ المالية العامة - الجزء الأول - المكتب المصري الحديث للطباعة والنشر - الإسكندرية - بلا عام - ص272-27.

أما محددات القرض الداخلي فهي:

إما في مدخرات الأفراد والهيئات الخاصة.وإما في قوة شرائية جديدة تضاف إلى القوة الشرائية الموجودة في التداول ، ويكون للاقتراض العام دور في خلقها ، إذ يستطيع هذا الاقتراض أن يصبح خالقاً للنقود شأنه في ذلك شأن الائتمان الخاص وذلك عندما يتمثل المكتتبون في القرض العام في مصرف الإصدار والمصارف الأخرى ، وهنا يمثل شراء سندات الدين العام فرصة لمصرف الإصدار لزيادة مقدار النقود التي تطرح في التداول ، كما يمثل بالنسبة للمصارف التجارية فرصة خلق الودائع الخاصة (أي زيادة النقود المصرفية) ويشكل في هذه الحال" اقتراضاً تضخمياً " .

وتعاني سورية عجز الموازنة العامة للدولة منذ عام /1955/ حيث أصدرت القانون رقم 89 تاريخ 1955/7/13. القاضي بإحداث صندوق الدين العام الذي أوكلت إليه مهمة الحصول على القروض الداخلية والقروض من المصرف المركزي والحصول على القروض الخارجية وذلك بهدف تمويل المشاريع الاقتصادية والاجتماعية ، ومنذ ذلك الحين والصندوق يحصل سنويا على القروض من المصرف المركزي لتمويل خطة الدولة ، وقد أدت هذه القروض (الإصدارات النقدية) إلى زيادة معدلات التضخم بشكل مستمر ، لكن هذه القروض من جهة أخرى أسهمت بشكل مباشر في إقامة مشروعات تنموية لا تستطيع الدولة تمويلها ، وقد لعب النقد دوراً هامًا في إخراج الاقتصاد من حالة الجمود والتخلف إلى حال أفضل وذلك خلال مرحلة محددة ، حيث أقيمت المصانع الحكومية والخدمات الاجتماعية ، لكن الاستمرار في هذه السياسة بشكل مستمر أدى إلى حدوث التضخم الكبير منذ أوائل الثمانينيات بسبب تزايد العجز في الموازنة حتى 1986 ، ومن ثم استمرار دعم الحكومة للسلع التموينية الممولة في معظمها عن طريق زيادة المديونية الداخلية للدولة تجاه المصرف المركزي السوري ، الأمر الذي انعكس سلباً على قيمة الليرة السورية .

رابعاً:السياسة المالية في سوريا

يعاني الوضع المالي في سورية من ضآلة الموارد العامة بشكل عام، والضعف الشديد في الموارد الضريبية وشبه الضريبية بشكل خاص، بسبب تخلف النظام الضريبي السوري، وكثرة الإعفاءات فيه وقصور الإدارة الضريبية في أداء مهامها. وكان من الممكن أن يصبح الأمر خطيرا جدا ، لولا الزيادة المطردة في الموارد البترولية والتي استطاعت في السنوات الأخيرة أن تعوض النقص جزئياً ، وان تساعد على استمرار النشاط الحكومي بشكل معقول، رغم عدم استقرارها وخضوعها لتقلبات أسعار السوق النفطية ولكونها في الأصل ايراداً من ثروة ناضبة[1] .

وأمام هذا الواقع المالي، وبسبب غياب الارادة والسياسة الجدية والواضحة للقيام بإصلاحات مالية جذرية لزيادة الموارد العامة وتطويرها سنويا لتغطية حاجات الإنفاق العام المتزايدة والضرورية. اتجهت الحكومة (وزارة المالية) ومنذ منتصف الثمانينات وحتى بداية الألفية الجديدة إلى ممارسة سياسة إنفاق انكماشية لتقليص العجز، وعدم استفحال أمر المديونية، كما لجأت إلى استخدام أساليب وتدابير محاسبية غير مقنعة أو غير نظامية أحياناً ، لتحقيق توازن موازني مصطنع وظاهري بين الواردات والنفقات. رغم ما لهذه السياسات والتدابير من كلف وآثار سلبية على النمو والنشاط الاقتصادي، ومستويات الأجور والرفاهية العامة والعمالة. وعلى صعيد آخر عمدت الحكومة وخلال فترة التسعينات إلى تكوين احتياطي نقدي بالعملة الوطنية وكان مبلغا لا بأس به[2]. إلا أن هذه العملية لم تسلم من النقد لكونها تمت على حساب الإنفاق العام وخصوصا الاستثماري منه وزيادة الاقتراض وليس بسبب وفرة الموارد ويصبح النقد أكثر خطورة، عندما نكتشف أن هذا الاحتياطي النقدي قد تكون من خلال تغذية حساب الحكومة الدائن لدى المصرف المركزي بأموال وواردات كان من المفترض قانونا أن تذهب لتغطية العجوزات التموينية بدلا من الاستدانة لتمويلها من المصرف المركزي بالذات وتسديد الديون المترتبة على الدولة لدى المصرف المركزي أيضاً بدلاً من تدويرها والتي تتجاوز حالياً في مجموعها وبكثير مجمل المبالغ المودعة في حساب الاحتياطي النقدي.

1- سعيفان ، سمير : قضايا الإصلاح الاقتصادي والمالي في سورية . دار الرضا ، دمشق ، 2003ص108،109

2- د. نجمة ،إلياس ، المجلة الاقتصادية ، سوريا، العدد 116 ،عام 2003 ، .

2-الموازنة العامة

لعل من الضروري الإشارة إلى أن دراسة الموازنة العامة للدولة، بجوانبها المختلفة، مسالة على درجة عالية من الأهمية وبخاصة إذا اخذ في الحساب تطور دور الدولة في النشاط الاقتصادي. ولا يخفى أن الموازنة العامة هي أداة رئيسة للسياسة المالية ، تؤدي إلى تحقيق أهدافها . ومن هذا المدخل يمكن تناول الموازنة العامة للدولة، من خلال النقاط الآتية:

أ- اثر التوازن المالي للموازنة العامة للدولة في تحقيق التوازن الاقتصادي

يتكامل التوازن المالي للموازنة العامة ، والذي يفرض توازناً بين الأصول والخصوم مع التوازن الاقتصادي لأنه يفرض تعادلا بين الوسائل المالية المستخدمة في المالية العامة ، فعندما يفرض التوازن المالي إن يقوم تعادل بين المنفعة الاقتصادية للقطاع مع مديونية هذا القطاع ، وبالتالي مع مديونية الدولة ، عندما يمول المشروع عن طريق الخزينة العامة فان ذلك يعني على المستوى الاقتصادي العام منع حدوث خلل بين المنفعة العامة وبين التكلفة العامة ، وعندما يفرض التوازن المالي للموازنة أن يكون المردود المالي لزيادة المنفعة الاقتصادية قادرا على استهلاك القروض التي تم التمويل بها ، وأداء خدمة هذه القروض فهو يفرض بذلك عدم حصول التراجع في الدخل القومي للبلاد وهنا نلاحظ أن مشاريع الدولة يفترض فيها تحقيق التوازن المالي أو تحقيق جدوى اقتصادية من استخدام الأموال فيها وربحية وعائديه معقولتين ، فإنه في الوقت نفسه يفترض فيها تحقيق زيادة في الدخل القومي وصولا إلى تحقيق التوازن الاقتصادي العام[1].

يتكامل التوازن الاقتصادي للموازنة مع التوازن الاقتصادي العام ويغدو الأهم لتحقيق هذا التوازن الأخير ، حيث يفرض التوازن الاقتصادي للمالية العامة رفع مردودية النظام الاقتصادي بما يتطلبه من إجراء دراسة دقيقة لحدود الاقتطاع العام كما ونوعا بحيث لا تكون نتيجة الزيادة في الدخل القومي معادلة على الأقل لزيادته فيما لو بقيت هذه الأموال في يد القطاع الخاص . ولأن النظرية التقليدية كانت قد أهملت دراسة الربحية والموازنة بين مرد ودية الإنفاق العام والخاص على المستوى القومي ، فنجدها قد اعتبرت إن المالية العامة مؤدية إلى خلل في التوازن الاقتصادي العام يظهر خلال الركود الاقتصادي عندما تقوم الدولة بالإنفاق العام ، فالسياسة المالية السليمة هي التي تسعى من خلالها الدولة إلى تحقيق توازن اقتصادي كلي جديد أعلى من سابقه قبل القيام بالاقتطاع والإنفاق .

1- عثمان ، سعيد عبد العزيز : اقتصاديات الخدمات والمشروعات العامة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ،2000،ص33.

كما يتكامل التوازن الاجتماعي للمالية العامة مع التوازن الاقتصادي العام ، لأنه يقوم على أساس الاقتطاع الضريبي من الدخول المرتفعة ثم إعادة التوزيع لصالح أصحاب الدخول المنخفضة ، وهذا يعني تحقيق زيادة في قدرة الطبقات ذات الدخل الضئيل على الإنفاق ، ويعمل على رفع مستواها المعيشي ، ويؤثر ذلك في الوضع الاقتصادي العام ، لأنه يؤدي إلى زيادة الاستهلاك وبالتالي زيادة الإنتاج والاستثمار في المجتمع وتحقيق نمو في الدخل القومي وتوازن بين مكوناته .

وختاماً نؤكد على ضرورة أن :

تميز الدولة بين موازناتها الجارية، التي تتضمن إيراداتها الضريبية وإنفاقها العام الاستهلاكي والتي يجب عليها في وضعها وتنفيذها التمسك بمبدأ توازن الموازنة، وعدم التفريط فيه، لأن توازن الموازنة الجارية يعني عدم التسبب بخلل اقتصادي عام.

وإما موازنتها الاستثمارية فهي التي تضمن مشاريعها العامة الاستثمارية والتي تهدف عبرها إلى التدخل في الحياة الاقتصادية ، وتحقيق التوازن الاقتصادي العام ، الأمر الذي يفرض إن تكون حالة هذه الموازنة معاكسة دائماً للحالة الظرفية للاقتصاد ، فعندما تبدو مظاهر الركود يفترض في هذه الموازنة إن تزداد نفقاتها بما يسمح لها أن تقع في العجز المقصود على أن تمول مشاريع ذات مردود مالي واقتصادي وإنتاجي مجد ، وأما في حالة الازدهار فيفترض أن تنخفض نفقاتها إلى حد تحقيق وفر مالي وان تعينها السياسة الضريبية على زيادة الوفر لمنع أثار التضخم ، وفي كل الحالات يفترض أن تكون السياسة المالية العامة مؤدية إلى زيادة الوفر لمنع حدوث التضخم ، وفي كل الأحوال يفترض أن تكون السياسة المالية العامة مؤدية إلى زيادة في الدخل القومي السوري وأن تنافس في ذلك عوائد الاستثمارات الخاصة السورية لأموال اقتطعتها من القطاع الخاص وإيرادات إدارتها خلال موازنتها العامة .

لابد قبل تحليل الموازنة العامة أن نعرّف **العجز المالي وإشكالية وقوع الدولة بالدين العام لتسديده :**

يعرف الاقتصادي المصري عبد الكريم صادق بركات العجز المالي بقوله :" يتحقق العجز المالي عندما تزيد نفقات الدولة عن إيراداتها العادية مما يدفع إلى اللجوء إلى القروض أو الإصدار النقدي لتغطية هذه الزيادة في النفقات.

فالاقتراض وسيلة مالية سهلة المنال تلجأ إليها الحكومات بسرعة لإصلاح العجز المالي . لكنها تؤدي من جهة ثانية إلى عرقلة النشاط الاقتصادي وحرمان القطاع الخاص من موارد يمكن استخدامها بطريقة أفضل وأكثر نفعا للمجموع . كما انه يؤدي إلى زيادة النفقات العامة في المستقبل لسداد أصل الدين والوفاء بفوائده . أما الإصدار النقدي فإنه يؤدي في ظروف البلدان النامية إلى التضخم . إذ أن زيادة وسائل الدفع لن يقابلها زيادة في الإنتاج لان الاقتصاد يكون في حالة نقص الموارد الإنتاجية إما في

الآلات أو الخبرة أو غيرها وتعيد الدولة الكرة بالإصدار مرة أخرى فتسير في حلقة تضخمية تؤدي إلى انهيار قيمة النقد وتدهور الاستثمار وتحميل الأجيال القادمة أعباء لم تكن في الحسبان .

وإذا ما عدنا قليلاً إلى الوراء نجد بأن الاقتصاديين الكلاسيك قد عدّوا أن العجز المالي هو الفرق الحاصل بين النفقات العامة والإيرادات العامة نتيجة عدم التقدير الصحيح وبشكل خاص عدم التقدير الدقيق لحصيلة الضرائب ، وعلى كون أنهم من أنصار مبدأ توازن الميزانية لذلك يفضلون معالجة العجز بالقروض[1] . القصيرة الأجل، بينما الاعتماد على القروض الطويلة الأجل لا يكون إلا في الأحوال الأحوال الاستثنائية لكي لا تعتاد الدولة على هذه الوسيلة المالية السهلة المنال.

أما النظرية الكينزية عرفت العجز المالي بأنه الفرق الحاصل بين الإيرادات والنفقات العامة الذي تجب معالجته عن طريق إعادة تشغيل رؤوس الأموال المعطلة خارج الاستخدام في القطاع العام ، أي أن تحويل الأموال من القطاع الخاص إلى قطاع الدولة هو شيء مرغوب فيه ، وأن مسألة توازن الميزانية السنوية ليس مقتضى اقتصادي في كافة الظروف ، وان الهدف الذي ترمي إليه السياسة المالية للدولة هو التوازن الاقتصادي وليس توازن واردات الدولة مع نفقاتها[2].

ويمكن أن نوضح التحليل الاقتصادي للعجز في الموازنة العامة والدين العام باستخدام النموذج الكينزي في الاقتصاد الكلي :
عندما لا يتساوى جانبي الموازنة العامة أي عندما لا تغطي الحصيلة الضريبية T الإنفاق الحكومي G فانه إما أن تزيد الحكومة من مخزونها الصافي في الأصول المالية أو الأصول المالية FA مطروحا منها الالتزامات المالية FL في الموازنة نتيجة تحقيقها فائض في الموازنة BS أو تقلل منه إذا كان هناك عجز في الموازنة BD وهكذا يمكن كتابة قيد الموازنة العامة على النحو الآتي :

$G+L=T+B$ حيث L الإقراض - B الاقتراض

$G+FA=T+FL$ حيث FA الزيادة في الأصول المالية – FL الزيادة في الالتزامات المالية

$$BS=T-G=FA-FL=NFA$$

ولأن معظم الحكومات تحقق عجز في الموازنة فانه يفضل كتابة قيد الموازنة على الشكل التالي :

$$BD=FL-FA=NFL$$

1- صادق، عبد الكريم بركات –الاقتصاد المالي – الدار الجامعية – الإسكندرية –2002–ص398.

2- زكي ، رمزي :عجز الموازنة العامة – دار ابن سينا للنشر – القاهرة –1992م–ص125

وبالتالي ينبغي على الحكومة أن تمول العجز السنوي في موازنتها من خلال الاقتراض من سوق الأوراق المالية بإصدار أذون وسندات خزينة بدأت بها سوريا بدل الاقتراض من البنك المركزي .

إذا اعتبرنا أن تغطية عجز الموازنة يتم أساساً بواسطة اذونات وسندات الخزينة وأهملنا تداول تلك الأذون والسندات في السوق المالية .فلن نصل إلى أي نتيجة تذكر .نستنتج مما سبق أن علاقة العجز في الموازنة وحجم الدين العام علاقة ذات اتجاهين وذلك لان حجم الدين العام يؤثر بدوره في حجم عجز الموازنة وذلك لان الفائدة على الدين العام ينبغي الالتزام بها أيضاً .

ومن الناحية التحليلية تعد مدفوعات الفائدة على الدين مدفوعات تحويلية من قبل الحكومة لحاملي السندات ،وهكذا إن الدين العام لن يتوقف عن النمو طالما هناك عجز في الموازنة وان هذا العجز سيتحقق إلا إذا زادت المتحصلات الضريبية عن الإنفاق العام بأكبر من مدفوعات الفائدة على الدين العام .مع العلم أن المتحصلات الضريبية تزداد بصورة متواصلة في حال تحقق النمو الاقتصادي مما يسمح بتحقيق فائض في الموازنة .

نستنتج مما سبق المحددات الأساسية التي تجعل العجز ينمو أو ينخفض عبر الزمن وفق مايأتي :

1- حجم الدين العام القائم

2- متوسط أسعار الفائدة على السندات الحكومية

3- معدل نمو الدخل القومي .

حيث تؤكد الدراسات التي تربط بين العجز والدين العام والمتغيرات الاقتصادية على وجود :- علاقة سالبة بين كل من معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي والعجز في ميزان المدفوعات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ومقدار العجز في الموازنة .

- علاقة طردية بين متوسط أسعار الفائدة على السندات ومقدار العجز في الموازنة
- علاقة سالبة بين مقدار العجز والنمو الاقتصادي حيث يمتص العجز في الموازنة الموارد المالية التي كان يمكن استثمارها في القطاع الخاص .

ب- تحليل الموازنـــة العامـــة

إن من أهم التحديات التي تواجه مسألة التنمية في عصر العولمة ، إيجاد الموارد العامة وتوجيهها في قنوات الإنفاق حسب أولويات الخطة من ناحية وتأمين متطلبات دور الحكومة التدخلي من ناحية أخرى بما في ذلك ضخ الأموال العامة في مفاصل القطاعات المالية والمصرفية المتأزمة ، سيما وأن الحكومات أصبحت مصدراً هاماً لرأس المال واللاعب الرئيسي لوقف انهيار النظام المالي العالمي ، ومن هنا تبرز أهمية الدراسات على صعيد السياسات المالية للدول ، وهذه الأخيرة تترجم بمجموعة من الإجراءات وآليات العمل عبر ومن خلال أدوات السياسة المالية وهي :

/ الضرائب والرسوم – القروض (الداخلية والخارجية) – الفوائض الاقتصادية – التمويل بالعجز – الإنفاق العام / .

فالسياسة المالية بمفهومها العلمي : هي مجموعة من الإجراءات والتدابير التي تتخذها الحكومة لمعالجة حالة اقتصادية معينة مستخدمة كل الوسائل المالية من الضرائب والرسوم والنفقات العامة والقروض ، وذلك للتأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية وتحسين الوضع الاقتصادي(1).

وتعتبر السياسة المالية وأدواتها جزءاً من السياسة الاقتصادية العامة ، لأن تغير إيرادات الدولة ونفقاتها له تأثير مباشر على التوازن الاقتصادي العام أي أن المتغيرات المالية تؤثر على المتغيرات الاقتصادية والعكس صحيح .

خلال تحليل للموازنة العامة لعام 2009 سنلقي الضوء على المكونات الرئيسية لهذه الموازنة ، أي أدوات السياسة المالية ومدى تأثير هذه الأدوات على المتغيرات الاقتصادية الكلية وبالتالي على مجمل النشاط الاقتصادي عبرالسياسة الضريبية التي تؤثر على الادخار والاستثمار . والإنفاق العام الذي يؤثر على الاستهلاك والطلب الكلي . بالإضافة إلى أن الإعانات الحكومية ذات الطابع الإنتاجي التي تشجع الاستثمار وتساهم في زيادة حجم العرض الكلي . ناهيك عن دور السياسات التوسعية والانكماشية على كل من العرض والطلب الكلي . بالإضافة إلى دراسة الميزان التجاري من خلال دراسة الصادرات والواردات و أثرها الإيجابي أو السلبي على الموازنة العامة .

1- كنعان ،علي : اقتصاديات المال والسياستين المالية والنقدية ، دار الحسنين ، دمشق ، 1997، ص219 – 220.

نعرض بداية بعضا من المؤشرات التي تعكس جانبا من التوجهات الإستراتيجية للموازنة العامة لعام 2009 كخطة مالية سنوية عامة للدولة .

1- انخفضت نسبة مجموع الموارد المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق من24,9%عام 2007الى 17,8%عام 2008 ثم ارتفعت إلى 19%عام 2009.

2- العجز المقدر في موازنة عام 2009 يقارب 226 مليار ل.س أي بنسبة 33%من إجمالي الموازنة العامة مقابل 192 مليار ل.س عام 2008 أي بنسبة 32%من حجم الموازنة مقابل 84 مليار عام 2007 أي بنسبة 14,3%من حجم الموازنة.

3- مؤشر نسبة إجمالي النفقات الجارية والنفقات الاستثمارية إلى إجمالي الموازنة

جدول رقم -6- إجمالي النفقات إلى إجمالي الموازنة

	النفقات الجارية	النفقات الاستثمارية
2003	%56.8	%43.2
2004	%61.3	%38.7
2005	%64.3	%35.7
2006	%64.2	%35.8
2007	%56.4	%43.6
2008	%63	%37
2009	%59.9	%40.1
	%100	%100

5- زادت اعتمادات الإنفاق الجاري في عام 2009 عنها في عام 2008 بنسبة 10.81% في حين كانت نسبة الزيادة في عام 2008 عنها في عام 2007 بنسبة 12.1%، في حين كانت نسبة الزيادة 4.06% في عام 2007 عنها في عام 2006 .

6- زادت أرقام الإنفاق الاستثماري في عام 2009 بنسبة 19.56% عنها في عام 2008 في حين سجلت أرقام اعتمادات الإنفاق الاستثماري في عام 2008 تراجعا رقميا عنها في عام 2007 بنسبة 10.8% سالباً في حين زادت أرقام الإنفاق الاستثماري في عام 2007 بنسبة 46.17% عنها في عام 2006 .

وبالمقابل لابد أن نأخذ بعين الاعتبار الظروف المحلية والإقليمية والدولية التي تؤثر على الاقتصاد السوري وهي :

- الأزمة المالية والاقتصادية العالمية
- الظروف المناخية الصعبة وتأثيرها السلبي على القطاع الزراعي بخاصّة.

- ما يتحمله الاقتصاد السوري نتيجة وجود عدد كبير من الأخوة العراقيين في سورية .

الإيرادات العامة :

تشير قراءة الأرقام المقدرة للإيرادات العامة في موازنة عام 2009 إلى مايأتي :

1- بلغت الإيرادات الجارية المقدرة لعام 2009 مبلغ 459 مليار ل.س أي بزيادة 12.5 % عن الإيرادات الجارية في عام 2008 في حين سجلت الإيرادات الجارية في عام 2008 تراجعا بنسبة 18.8 %عنها في عام 2007 .

2- بلغت الإيرادات الضريبية المقدرة (الضرائب والرسوم - بدل خدمات - إيرادات متنوعة) 317 مليار ل.س من عام 2009 مقابل 299 مليار ل.س عام 2008 أي بزيادة نسبتها 6%.

3- قدرت الضرائب والرسوم المباشرة195 مليار ل.س في موازنة عام 2009مقابل 176 مليار ل.س عام 2008 أي بزيادة 10.8%في حين أن نسبة الزيادة كانت 8%في عام 2008 عنها في عام 2007 .

4- الضرائب والرسوم غير المباشرة فقد زادت بنسبة 4.8%في عام 2009 عنها في عام 2008 في حين كانت الزيادة عام 2008 (23%) عنها في عام 2007[1].

ومن ثم فإن تحديث تشريعات الضرائب على الدخل الذي تم في السنوات الأخيرة يعتبر خطوة ايجابية وهامة على طريق الإصلاح الضريبي وتضمنت إنهاء العمل بإعفاءات كثيرة كانت ممنوحة بنصوص تشريعية تم إلغاؤها . ويفترض أنها انعكست إيجاباً على حصيلة الإيرادات الضريبية وبخاصة حصيلة الضرائب المباشرة التي تعتبر مؤشرا للعدالة الضريبية . وبالتحديد ضرائب دخل القطاع الخاص الذي استحوذ على مساحات واسعة من النشاط الاقتصادي ويساهم بنسبة أكثر من 65% من الدخل القومي . ومن ثم كان يجب أن تنعكس حصيلة مساهمته في الإيرادات الضريبية بما يتناسب وحجم مساهمته في الدخل القومي .

---

1 - الأرقام من المكتب المركزي للإحصاء / المجموعة الإحصائية لعام 2009.

جدول رقم -7- يوضح تقدير الإيرادات الجارية المحلية في موازنة عام 2009 مقارنة بموازنة عام 2008 (الأرقام بملايين الليرات السورية)

البيان	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
الضرائب والرسوم	240640	219268	202627	191317	176931	161028	151558
بدلات الخدمات وإيرادات أملاك الدولة واستثماراتها العامة	47484	46617	47091	35078	25657	27718	30652
الإيرادات المتنوعة	29200	33306	14210	16757	9905	17606	15058
مجموع الضرائب والرسوم	317324	229191	296809	261473	212493	206352	197268

ومن المفيد أن نشير إلى العبء الضريبي وأهميته كمؤشر يمثل نسبة الإيرادات الضريبية إلى الناتج المحلي الصافي بالأسعار الجارية لأنه يعبر عن مدى التوازن في الدخل القومي وإمكانية تحقيق الاستقطاعات الضريبية من هذا الدخل لتمويل الأعباء والالتزامات الجارية المترتبة على الدولة كما يعبر عن المقدرة التكلفية الفردية التي ترتبط بفكرة العدالة في توزيع العبء الضريبي .

جدول رقم -9- يبين العبء الضريبي في سوريا

2009	2008	2007
%12.9	%11.2	%11.1

المصدر : المجموعة الإحصائية – المكتب المركزي للإحصاء

علماً بأن العبء الضريبي في الدول الصناعية المتقدمة يبلغ حاليا 27%في فرنسا و29%في بريطانيا .
ولا بد هنا من القول أنه بعد صدور التشريعات الضريبية الحديثة وتطبيقها من الضروري الاستمرار في الجهود الجادة لإعداد وتطوير الكفاءات الفنية والإدارية للإدارة الضريبية للوصول إلى نظام ضريبي متطور يحقق العدالة في التكليف ووفرة في الحصيلة ويضع حداً للتهرب والتهريب الضريبي الذي يستنزف قسماً هاماً من الموارد العامة وفي رأينا أن وضع سياسة ضريبية عادلة يتطلب أيضاً معرفة مسبقة : بالفئات الاجتماعية التي ستكون مصدراً للاقتطاعات الضريبية . والحجم التقريبي المطلوب لهذه الاقتطاعات والوسائل الكفيلة بتحقيقها على ضوء الواقع الاقتصادي والاجتماعي .

الإيرادات الاستثمارية

تتشكل الإيرادات الاستثمارية في موازنة عام 2009 من فوائض الموازنة في شركات القطاع العام فقط نظراً لأن فوائض السيولة تحتفظ بها المؤسسات والشركات العامة (سندا لأحكام القانون الأساسي للدولة رقم 54 لعام 2006).

وقدرت فوائض الموازنة لعام 2009 بمبلغ 116 مليار ل.س كما قدرت فوائض الموازنة لدى الجهات العامة النفطية بمبلغ 183 مليار ل.س يقابله خسارة لدى شركة محروقات 229 مليار ل.س ناتجة عن بيع المشتقات النفطية بأقل من تكلفة إنتاجها أو استيرادها (حسب بيان الحكومة المقدم إلى مجلس الشعب حول موازنة عام 2009).

علماً بأنه توجد حوالي 260 مؤسسة وشركة عامة يعاني معظمها من صعوبات ومشاكل معروفة على صعيد الإدارة والتمويل والإنتاج والتسويق منها 14 شركة عامة يتقاضى عمالها رواتبهم من وزارة المالية . وبالمقابل هناك اكثر من 15 مؤسسة وشركة عامة تحقق فوائض تقارب 100 مليار ل.س منها : الشركة السورية للنفط – المصرف التجاري السوري – المؤسسة العامة للاتصالات – المؤسسة العامة للتبغ – المصارف العامة الأخرى – المؤسسة العامة للتامين والمعاشات .

الإنفاق العام

يغطي الإنفاق العام أنشطة الدولة المختلفة بشقيها الجاري والاستثماري وبأبعادها المالية والاقتصادية والاجتماعية والسياسية . لان النفقة العامة بمفهومها الحديث أصبحت من أهم أدوات السياسة المالية والاقتصادية والاجتماعية يتم من خلالها إعادة توزيع جزء من الثروة . وتحويل جزء هام من القوة الشرائية من فئة أو شريحة إلى أخرى داخل المجتمع الواحد .

وتشير القراءة التحليلية للأرقام المقدرة للإنفاق العام في موازنة عام 2009 إلى ما يلي :

– موزعة بين أرقام الإنفاق العام الجاري تمثل (59.9%) وأرقام الإنفاق الاستثماري (40.1%)

– ثمة زيادة في اعتمادات الأجور والرواتب (الإنفاق الجاري) في القطاع الإداري بنسبة27.2% في موازنة عام 2009 علما بان كتلة الأجور والرواتب في موازنة 2009 تشكل نسبة 35.4% من اعتمادات الإنفاق الجاري أي اكثر من ثلث الاعتمادات .

– النفقات التحويلية في موازنة عام 2009 تشكل 14.2% من إجمالي اعتمادات الإنفاق الجاري وهي تغطي الالتزامات الحكومية لدفع الإعانات والدعم لبعض الجهات العامة الخدمية . بالإضافة لتسديد مساهمات الحكومة في المنظمات العربية والدولية .

– تشكل اعتمادات الديون والالتزامات واجبة الأداء 19.9% من اعتمادات الإنفاق الجاري لتسديد خدمات الدين العام وبعض قطاعات الأمان الاجتماعي .

الإنفاق العام الاستثماري

يلاحظ أن موازنة عام 2009 أعادت اعتماد توجه قائم على تأكيد أهمية تدخل الحكومة الإيجابي لتنفيذ المزيد من المشاريع الاستثمارية خدمية وإنتاجية بعد تراجع حجم الإنفاق الاستثماري في موازنة عام 2008 عنه في موازنة عام 2007 . وهذا التوجه بزيادة الإنفاق الاستثماري(جاء تنفيذا لتوجهات السيد رئيس الجمهورية الدكتور بشار الأسد في اجتماعه الأخير مع الحكومة في المبنى الجديد لرئاسة مجلس الوزراء وقبل انفجار الأزمة المالية العالمية)حيث أكد على المحاور الرئيسية التالية :

1- الزراعة هي الأصل في الأمن الغذائي

2- الأولوية في الاستثمارات للزراعة والصناعة التحويلية والسياحة

3-أمام المتغيرات الاقتصادية الدولية ضرورة تدخل الحكومة الإيجابي لتامين المستلزمات الأساسية للمواطنين بأسعار مستقرة .

- زادت اعتمادات الإنفاق العام الاستثماري في موازنة عام 2009 إلى 275 مليارل.س وبنسبة زيادة (19.6%) من أجمالي اعتمادات الإنفاق الاستثماري لعام 2008 البالغة 230 مليار ل.س في حين كانت اعتمادات المشاريع الاستثمارية في عام 2007 بنسبة 10.9 % . وكان التوجه في عام 2008 القائم على تخفيض الإنفاق العام الاستثماري نتيجة إعطاء مساحات أوسع للقطاع الخاص في مجال الاستثمارات ونرى أن إعادة الأخذ بزيادة الإنفاق العام الاستثماري في موازنة عام 2009 يعتبر توجها إيجابياً .

جدول رقم -10- تطور النفقات العامة الجارية والاستثمارية

في الموازنة العامة للدولةفي سوريا

(الأرقام بملايين الليرات السورية)

السنة المالية	النفقات العادية الجارية		النفقات الاستثمارية		المجموع
	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	
2003	200780	%56.8	152871	%43.2	353651
2004	248498	%61.3	156647	%38.7	405145
2005	277000	%64.3	154300	%35.7	431400
2006	317200	%64.2	176500	%35.8	493700
2007	330000	%56.4	258000	%43.6	585000
2008	37000	%63	230000	%37	600000
2009	410000	%59.5	275000	%40.5	685000

نلاحظ تراجع نسبة الإنفاق العام الاستثماري في سنوات2004، 2005،2006،2008 وعاد ليرتفع في عام 2009 .

القروض (الداخلية والخارجية)

أحد أدوات السياسة المالية الفعالة لتمويل الإنفاق الاستثماري والمشاريع الإنتاجية وأحياناً في حالات محدودة جداً لتمويل الإنفاق الاستهلاكي الجاري بهدف زيادة الطلب الكلي عن الضرورة .

نلاحظ مما سبق :

- أن ظاهرة زيادة إجمالي الموازنة العامة للدولة في سوريا لعام 2009 بنسبة 14.3% عن العام السابق يشير إلى التوجه لزيادة الإنفاق العام وينسجم مع المتغيرات الاقتصادية العالمية في ضوء الأزمة المالية الدولية .
- أن زيادة اعتمادات الإنفاق العام الاستثماري في عام 2009 بنسبة 19.6% عنه في عام 2008 يؤكد على التوجه أيضاً لتشجيع وتوسيع الاستثمار العام رغم أن عام 2008 شهد انخفاضاً في حجم الإنفاق الاستثماري عن عام 2007 وفي رأي إعادة الأخذ بزيادة اعتمادات الإنفاق الاستثماري العام يشكل توجها إيجابياً في ظل الأزمة المالية والاقتصادية العالية والظروف المناخية التي تشهدها سورية .
- يلاحظ أن زيادة حجم الموازنة العامة لعام 2009 رافقها زيادة في عجز الموازنة الذي وصل إلى 226 مليار ل.س أي بنسبة 9.25% من الناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق . ونسبة 33% من إجمالي حجم الموازنة عام 2009 وبالرغم من القلق الذي تثيره ظاهرة عجز الموازنة إلا أن هذه الظاهرة ليست سلبية بالمطلق لأسباب متعدده :

- ليس من الضروري أن ترتبط سياسة الإنفاق العام بالإيرادات العامة ومن المفيد ربطها باحتياجات التنمية وحاجات المجتمع ونرى أن مثل هذا التوجه إيجابي شريطة التركيز على الإنفاق الإنتاجي .
- أن موازنة 2009 تشير إلى تراجع الإيرادات العامة التي مصدرها القطاع العام الاقتصادي (ضرائب وفوائض اقتصادية) في ظل الظروف التي يعيشها القطاع العام . كما أن إيرادات الضرائب التي مصدرها القطاع الخاص لم تحقق الزيادة المتوقعة بعد تطبيق التشريعات الضريبية التي صدرت في السنوات الأخيرة لأسباب عديدة منها التهريب والتهرب الضريبي .
- أن ظاهرة زيادة الإنفاق العام وخاصة الاستثماري منه على أهميتها وضرورتها يجب أن تدرس وتطبق بدقة في إطار ضوابط ومعايير محددة والإقلال من الإنفاق غير الإنتاجي مع الأخذ بأساليب تقدير وتوزيع النفقات المعتمدة على مبدأ ترشيد الإنفاق العام ، والنظر للنفقة العامة ليس فقط ببعدها المالي وإنما أيضاً ببعدها الاقتصادي والاجتماعي والسياسي .

ت- دور السندات الحكومية في تخفيض عجز الموازنة في سوريا

1- الأسباب التي أدت إلى عجز الموازنة والتي يمكن إيجازها كالآتي :

تعدّ ظاهرة العجز المالي في الموازنة العامة للدولة مسألة هامة تعاني منها الدول المتقدمة بشكل عام والدول النامية بشكل خاص وتتباين الآراء حول أسبابها وسبل معالجتها لكونها تؤثر وتتأثر بعملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية مع الإشارة إلى المبالغة والتهويل في خطورتها في بعض الدول النامية لأسباب مختلفة وسورية شأنها شأن العديد من الدول النامية عرفت العجز المالي، داخل الموازنة العامة وخارجها (العجز التمويني) ولو دققنا تاريخياً في مسببات هذه الظاهرة لوجدنا أنها تعود بالدرجة الأساسية لعوامل ذات طابع سياسي واقتصادي واجتماعي خاصة بعد عام 1970أهمها:

1- دعم وتحسين الخدمات التعليمية والصحية والخدمات الاجتماعية الأخرى بأسعار مجانية أو شبه مجانية .

2- دعم العديد من أسعار السلع الغذائية والمشتقات النفطية .

3- تزايد نفقات الدفاع الوطني .

4- تزايد النفقات الاستثمارية لإقامة البنى التحتية .

2- أهم الطرق المستخدمة في سد عجز الموازنة العامة

في عالم متغير سريع التطور في شتى المجالات، تسعى دول العالم إلى الأخذ بأسباب التقدم عن طريق الاستفادة من إمكانياتها ومواردها المتاحة. وتعد الموازنة العامة للدولة بمثابة الأداة التي تعكس استراتيجياتها في الاستفادة من هذه الموارد المحدودة واستخدامها الاستخدام الأمثل.

ومن ثم فإنه يمكن اعتبار أن هيكل الموازنة، الأداة أو المؤشر الذي يعكس خيارات الدولة ومراحل تطورها، من هنا ظهرت أهمية التنسيق والتوافق بين تطور أنشطة الدولة في مجالاتها الاقتصادية والإدارية المختلفة وبين وسائل التخطيط لها وتنفيذها والرقابة عليها خلال الموازنة العامة .

وسوريا شأنها في ذلك شأن باقي الدول تمر بمراحل تطور في شتى المجالات، مما يستدعي عمليات تخطيط على درجة عالية من الكفاءة تمكنها من الاستفادة من مواردها واستخدامها الاستخدام الأمثل.

من هذا المنطلق تأتي أهمية الموازنة في ضرورة مواكبتها للتطورات في المجالات كافة ، هذه المواكبة التي قد تخلق نفقات إضافية تفوق في قيمتها الإجمالية كافة إيرادات الدولة ، الأمر الذي يخلق عجزاّ في حساباتها النهائية ، أصبح اليوم من المشاهدات الاقتصادية المتكررة في الكثير من بلدان العالم ، وخاصة تلك النامية ، ومنها سوريا .ولتحقيق أهداف الموازنة فلا بد من البحث عن طريقة ما لسد هذا العجز بين الإيرادات المتوفرة والنفقات المتوقعة ، والتي غالبا ما تكون واحدة من إحدى الخيارات الخمس التالية[1].

1- صندوق النقد الدولي ، 2009

1- تطبيق سياسات المؤسسات الدولية :

أو ما يعرف باسم سياسات التثبيت النقدي ، وهى حلول البنك الدولي والصندوق وما يرتبط بها: نادى باريس ونادي لندن: أو ما يطلق عليه المنهج الانكماشي، يستند هذا المنهج على فكرة أن الاقتصاد الرأسمالي قادر على أن يتوازن ويستقر آلياً وبشرط احترام الحرية الاقتصادية وآليات السوق والمنافسة الحرة وابتعاد الدولة عن التدخل في النشاط الاقتصادي.

ووفقا لهذا المنهج سبب عجز الموازنة هو تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي ومحاولتها تحقيق الرفاهية الاقتصادية، لذا يتطلب الأمر من البلد المدين للخارج من أجل إعادة جدولة ديونه أن يوافق على برنامج الصندوق للتثبيت الاقتصادي Stabilization Program كشرط أولي للإصلاح المالي.

وفنياً يرى الصندوق والبنك الدولي أن وجود الفجوات الاقتصادية يعود إلى وجود فائض طلب في الاقتصاد الوطني يفوق المقدرة الحقيقية للعرض الكلي في الداخل، وهو ما يسبب تضخما ومديونية خارجية .

ويرجع هذا الطلب الفائض إلى الطموحات الائتمانية والاستهلاكية التي تفوق موارده. ولذا ينبغي القضاء على هذا الفائض وإعادة النظر في السياسات الاقتصادية من خلال تخفيض الطلب الكلي خصوصاً الإنفاق الجاري والاستثماري ويقدم الصندوق حزمة جاهزة من السياسات المالية التي سبق ونصح الفريق الاقتصادي بالكثير منها في تقاريره السابقة ومشاوراته عن الاقتصاد السوري والتي طبقت بعضا منها خلال السنتين الماضيتين .

وهذه الروشيتة الجاهزة التي تقدمها تلك المؤسسات لكافة البلدان النامية والمعروفة بثمنها الباهظ اجتماعيًا وخاصة على الطبقة الوسطى ، غالباً ما تتضمن تخفيض النفقات العامة من جهة وزيادة الإيرادات من جهة أخرى من خلال إتباع الآتي :

تخفيض النفقات العامة من خلال:

أ – خفض النفقات التمويلية ذات الطابع الاجتماعي من خلال إلغاء الدعم السلعي.

ب – خفض الأجور ووضع حد أقصى لها أو تجميدها وإلغاء الوظائف الشاغرة والمؤقتة وتجميد التعيين .

ج – التخلص من الدعم الاقتصادي لوحدات القطاع العام خلال تصفية الوحدات والخصخصة والإدارة التجارية ورفع الأسعار.

د – ضغط الإنفاق الاستثماري وخصخصة الأنشطة في مجالي الصحة والتعليم .

ه – امتناع الدولة عن الدخول في الأنشطة الاقتصادية التي يستطيع القطاع الخاص القيام بها مع السماح

له بدخول مجالات البنية التنموية .

و – رفع الدولة يدها عن توظيف الخريجين من الجامعات والمعاهد الدراسية .

زيادة الموارد العامة من خلال:

أ – زيادة أسعار الطاقة خصوصا المرتبطة بالاستهلاك العائلي مع زيادة رسوم استخدام المرافق العامة وإعادة النظر في فلسفة التعليم المجاني.

ب – زيادة فئات بعض الضرائب غير المباشرة على السلع الضرورية .

ج – الخصخصة عن طريق نقل الملكية من العام إلى الخاص .

د – وضع سقف للائتمان المصرفي المسموح به للحكومة في القطاع العام ووضع حد أقصى لعجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي .

2- التمويل المصرفي

ويسمى أيضا التمويل بالتضخم أو بالعجز ، ويعرف على أنه السياسة المالية التي تؤدي إلى تمويل زيادة النفقات العامة عن الإيرادات ،عبر إصدار أوراق البنكنوت ، الأمر الذي يؤدي إلى التضخم كنتيجة للارتفاع المستمر والمتواصل في الأسعار الذي سببته الكتلة النقدية الإضافية التي ضخت في الأسواق .

وتجدر الإشارة إلى أنه ليس كل زيادة في التمويل المصرفي ستؤدي إلى التضخم وخاصة إذا ما قورنت بزيادة مقابلة في حجم الإنتاج والتوظيف وعدد السكان .

3- الاقتراض من المصارف

- الاقتراض من المصرف المركزي وهذا التمويل للعجز ليس له تأثير انكماشي مباشر على الطلب الكلي، لأن البنك المركزي ليس مضطرا لتخفيض الائتمان في مكان آخر حتى يقوم بتوسيع الائتمان للحكومة. ومن هنا يقال : إن الاقتراض من البنك المركزي له أثر توسعي في الطلب الكلي.

- الاقتراض من البنوك التجارية : لن يكون لهذا التمويل أثر في الطلب الكلي إذا كان لدى البنوك احتياطات زائدة . أما إذا لم يكن لها احتياطات فيكون ذلك على حساب القطاع الخاص وهذه يخلق أثر المزاحمة فيخلق ضغوطا تزيل الأثر التوسعي للزيادة في الإنفاق الحكومي وبدلا من الحد من الائتمان للقطاع الخاص تلجأ هذه البنوك إلى البنك المركزي لمساعدتها والنتيجة تشبه الحال التي تحصل فيها الحكومة على هذه الائتمان من المصرف المركزي مباشرة .

4- التمويل غير المصرفي " الدين العام

ظهر هذا التوجه بعد عن اقتنع العديد من الدول بفشل السياسات الاقتصادية الكلاسيكية التي تبنتها المؤسسات الدولية ، ومن ثم الانتقال أكثر نحو الكينزية في الاقتناع بالتدخل المحوري للدولة ، وتحفيزها للاقتصاد .

عليه ستتوجه الدولة نحو الأفراد طالبة منهم التنازل عن بعض مدخراتهم لفترة زمنية معينة مقابل فائدة تدفعها لهم ، وبالتالي ستتحول المدخرات من القطاع الغير رسمي إلى القطاع الرسمي .

ويمكن أن يتم التمويل غير المصرفي خلال الاقتراض الإجباري من الأفراد عن طريق الاقتطاع المباشر من الهيئة العامة للتأمين والمعاشات ، أو من الاقتراض الاختياري من مدخرات الأفراد عبر شهادات الاستثمار أو السندات الحكومية .

5- الاستدانة من العالم الخارجي

عن طريق الاستدانة من الدول ،أو من المؤسسات الدولية ، وعلى رأسها البنك الدولي، وتعد هذه الطريقة من الطرق الخطيرة ، لما يمكن أن تسببه ، من ارتهان القرار الاقتصادي للدول ، بيد الخارج ، تحت وطأة الديون وأقساطها ، كما حصل في الكثير من دول أمريكا اللاتينية في تسعينيات القرن الماضي ، وبدايات القرن الحالي.

وأمام الارتفاع الكبير في عجز الموازنة السورية ، أصبح من الضروري بمكان اليوم أن يقوم المختصون في البلاد بتقييم نتائج استخدام كل من الطرق الخمس السابقة كوسيلة لتمويل العجز .

مع التركيز على الابتعاد قدر الإمكان عن الوصفات الجاهزة من المؤسسات الدولية ، خاصة إن كثيراً من المعطيات تشير إلى حقيقة إتباع الفريق الاقتصادي للبعض منها خلال السنوات الماضية ، وتحديدا بعد تطبيق برامج إعادة توزيع الدعم وتحرير الأسعار ، ومن ثم تطبيق أسلوب السندات الحكومية ، والذي تنصح هذه المؤسسات باستخدامه في حال لم تحظ بالنتائج المرجوة من جراء تطبيق توصياتها السابقة .

3-أهمية السندات الحكومية في سد عجز الموازنة في سوريا

السندات الحكومية هي إحدى الوسائل الاقتصادية الهامة التي عادة ما تلجأ إليها الحكومات لمعالجة العجز الظاهر في موازناتها السنوية ؛؛ وتكمن أهمية هذه الوسيلة بتعدد أوجه الفائدة الاقتصادية المرجوة منها إذا ما أحسن تقدير توقيت استخدامها بناء على ظروف الواقع الاقتصادي ؛ فهي إلى جانب كونها بديل مناسب للاقتراض الأجنبي بفوائده المرهقة بالعملة الأجنبية وسيله لضبط الأسواق ألمحليه عند مستوى معين من تكافؤ العرض والطلب وبما يسهم من تعزيز ثبات الأسعار والتخلص من أي إشكاليات ناتجة من ارتفاع الطلب عن العرض عبر توجيه فائض الأموال باتجاه ادخارها بالسندات ألمغريه بضمانتها ومعدل فائدتها المرتفع .لكن أهميتها الأساسية تكمن بكونها وسيله مناسبة لسد عجز موازنة الحكومة بالاقتراض الداخلي الأخف وطأة من الأفتراض الخارجي على اعتبار أنها بالنسبة لجذب المدخرات ليست عمل استثنائي تقوم بها الدول في ظل سوق مفتوحة تتسابق فيه البنوك بمختلف أنواعها على جذب المودعين وبأسعار فائدة تزيد عن الفائدة التي تمنحها الدولة عن إصدارات سندات الخزانة[1].

لكن وبرغم أهمية هذه السندات بالنسبة للحكومة فإن الإفراط باستخدامها وتحت مبرر سد عجز موازنة الحكومة فقط ودون مراعاة للظروف الاقتصادية من شانه خلق الكثير من الإشكاليات التي قد تعيق العملية التنموية للبلد ككل. فقد واجهت الحكومات المتعاقبة الكثير من الصعوبات الناتجة من ارتفاع العجز في موازناتها السنوية نتيجة لالتهام الحرب لمقدرات البلد بما فيها الاحتياطي النقدي من العملة الأجنبية بالبنك المركزي والذي وصل حينها إلى مستوى كان يمكن أن يشل أوضاع البلد والدخول في حالة فوضى دائمة.وقتها لم تكن الخيارات المتاحة أمام الحكومات المتعاقبة كثيرة إن لم تكن معدومة للمحافظة على مستوي ثبات معين للاقتصاد الكلي ولم يكن الاقتراض الأجنبي كافيا بمفرده لسد العجز خاصة وان هذا الاقتراض مشروط بالاستثمارات والبنى التحتية التي من شأنها دفع عجلة التنمية إلى الأمام لتلجأ الحكومات حينها إلى الإصدار النقدي دون ضمانات فعليه أو احتياطات أجنبية لسد عجز النفقات التشغيلية وهو الأمر الذي خلق حال تضخم جنونية لسعر العملة المحلية مقارنه بالعملات الأجنبية وكان يمكن تقبله إذا ما كان معقولاً نظراً للظروف التي مرت بها البلد ؛ لكنه و بحالة التصاعد الجنوني المستمر لم يكن سوى تعبير عن حال فوضي عارمة تسود الجهاز الإداري المتضخم والمليء بالفساد .

أي من الحكومات خلال تلك الفترة لم تفكر ولو لمرة في خفض نفقاتها التشغيلية خاصة وإن ذالك كان متاحا ويمكن أن يسهم بشكل كبير في الحد من ظاهرة التضخم الجنونية .عوضا عن ذلك لجأت الحكومات حينها إلى الاقتراض الداخلي عبر سندات إذنيه يصدرها البنك المركزي نيابة عن وزاره

1- الصوفي ، عبد القوي : جدوى الاستمرار بإصدار سندات الخزينة ،اليمن ،2007(المؤتمر نت – اليمن).

المالية كحل أمثل للمحافظة على مستوى ثابت لسعر الريال مقابل الدولار وهو أمر يمكن القول أن الحكومة حينها نجحت إلى حد ما في ذلك على الرغم من استمرار تذبذب سعر الريال أمام العملات الأجنبية ؛ لكنه كان بسيطا ويمكن إيعاز أسبابه إلى استمرار حالة الركود الاقتصادي واختلال ميزان المراجعة الخارجي لصالح الواردات إلى جانب حالات تسرب الأموال الناتجة من ضعف قدرات واليات المؤسسات وانتشار الفساد بين إرجائها .

وفي كل الأحوال فإن لجوء أيّة حكومة كانت إلى وسيله معينه لسد عجز موازناتها السنوية هو في الأساس حل آني لمواجهه ظروف وقتيه وبهدف تجاوز المرحلة للوصول إلى مستوى الاكتفاء الذاتي وبما يجعل من موازنة الدولة السنوية في غنى عن مديونيات ترهق كاهلها بفوائد متراكمة إن لم يساهم هذا النمو في تحقيق فائض من شانه خلق حالة استقرار اقتصادي تام لتسهيل مهام حكومات قادمة.

إذ أن الانتقال من حالة الركود الاقتصادي إلى حالة النشاط يتطلب استراتيجيات بعيده المدى تقوم عليها وتحرسها حكومات مقدره لأهمية دورها وأجهزه إدارية على مستوى عالٍ من التأهيل والقدرات والفاعلية ومناخ استثماري آمن وخالٍ من شوائب الفساد والاسترزاق وتسهيلات عالية، وجوده في الأداء وبما يتناسب مع وضع سياسي يتسم بالاستقرار.وهي أمور مفقودة دون أن نبرر لحكوماتنا المتعاقبة الاستمرار باللجوء إلى وسائل متعددة لسد عجز الموازنة وكأن الأمر ليس سوى عادة، دون مراعاة ما يمكن أن يحدثه ذلك من إشكاليات اقتصاديه ومالية على السوق المحلية المحكومة بمناخ رأسمالي ارتضته الحكومة ذاتها؛ ومن ثم فإن الوصول إلى مرحله الاكتفاء الذاتي لم يعد بحاجه إلى المزيد من التريث أو خلق الأعذار مهما كانت الصعوبات.

4-السندات الحكومية وتمويل عجز الموازنة

سندات الخزينة تعدُّ قروضاً داخلية تقترضها الخزينة، ولذلك لن يتمَّ استخدام سندات الخزينة إلا لتمويل مشروعات استثمارية، ولن يتمَّ استخدامها لتمويل عجز الموازنة أو عجز الإنفاق الإداري، ولن نحمّل الدولة قروضاً إضافية عندما يكون لدينا مشاريع استثمارية جاهزة للتمويل، بل ستقوم الحكومة بتأمين التمويل اللازم لها».حيث سيتمُّ البدء بالإصدارات الفعلية لأذونات الخزينة في النصف الثاني من العام 2010، على أن يتمَّ الانتقال تدريجياً إلى إصدار سندات الخزينة، وذلك بهدف تأمين التمويل المطلوب للموازنة العامة للدولة لهذا العام، معتبراً أنَّ إصدارات كهذه هي جزء من طرق متعدده لتأمين التمويل المطلوب للخطة الخمسية الحادية عشرة، ووفق برامج وآليات وفترات استحقاق تناسب كلاً من المالية العامة وهدف السياسة النقدية في إدارة السيولة، مشيراً إلى المزادين التجريبيين اللذين قام بهما المصرف على سبيل التهيئة لإنجاز كافة المستلزمات التشريعية والتشغيلية للبدء بالإصدار الفعلي لأذونات الخزينة، مؤكِّداً على جاهزية كل من المصرف المركزي والمصارف المرخَّصة للبدء بالمزادات الحقيقية[1].

إن الحاجة إلى إصدار سندات للخزينة قد يراها البعض ملحَّة، ولكن يعتبرها ديناً على كاهل الحكومة، إضافةً إلى فوائد مصرفية سنوية، لا سيما وأننا في المكان الذي لا نجد فيه قنوات استثمارية يمكننا معها التفاؤل بمصير هذا الدين وتوجيهه إلى تمويل المشاريع المراد تنميتها، قد لا تؤدِّي سندات الدين الحكومية الغايات الاقتصادية الحقيقية المرجوَّة منها في الاقتصاد السوري، إذا لم تتم إدارتها بطريقة اقتصادية سليمة[2].

ومعنى إدارتها هنا هو إمكانية توظيفها في مشاريع استثمارية تستطيع الحكومة بوساطتها تحمُّل تكاليف ذلك الدين، لا أن تقوم بإعادة ضخِّها مرة ثانية عبر قنوات الإنفاق الجاري، ومن الملاحظ أنَّ الآلية المتَّبعة حول إمكانية توظيف هذه السندات في مشاريع استثمارية، تتناقض مع التوجُّه الاقتصادي المعلن، خاصة فيما يتعلَّق بالتخلِّي المستمر عن الاستثمار المباشر في الاقتصاد، يضاف إلى ذلك أنَّ إصدار هذه السندات قد يوجِّه كتلة مالية كبيرة نحوها من قبل المستثمرين.

كونها شديدة الأمان وتكاد تكون مخاطرها صفرية، وكونها مضمونة العائد أيضاً، الأمر الذي يعني عدم توجُّه تلك الأموال إلى مشاريع استثمارية حقيقية؛ ما يكرِّس ذهنية الريع لدى الكثير من أصحاب رؤوس الأموال، ويحرم الاقتصاد من الإنتاج والتشغيل الحقيقيين، وهذا ما حدث في مصر منتصف التسعينات؛ عندما بدأت مصر طرح هذه السندات لتمويل عجز الموازنة فيها».

1- د. الحمش ، منير- المجلة الاقتصادية،العدد 401.

5- السندات الحكومية و دفع عملية الاستثمار

هناك دور كبير للحكومة في دفع عملية الاستثمار إلى الأمام وبخاصة نحو المشاريع الكبيرة التي لا يمكن أن يقدم عليها القطاع الخاص إما لضخامتها أو بسبب ربحيتها المنخفضة إلا برعاية وقيادة حكومية. لذلك يأتي الدور الحكومي الذي يجب أن يرتكز على رعاية هذه المشاريع وتقديم التسهيلات لها ليس بناءً على مطالب المستثمرين وإنما بناء على تحليل علمي. لا بد أن يتم تمويل أي مشروع إلا خلال مشاريع تقام بالتشاركية بين العام والخاص، وبذلك يضاف إلى التمويل العام تمويل خاص يساهم في حشد فوائضنا بشكل عام نحو مشاريع البنية التحتية.وتعتبر السندات الحكومية أقل مخاطرة بالنسبة للمستثمرين من السندات التي تصدرها مؤسسات القطاع الخاص بل أنها تحسب من الناحية الفنية خالية من المخاطر باعتبار أنها مضمونه بسلطة الحكومة،والتي تتمتع بسلطة آمرة في تحصيل الإيرادات عن طريق الضرائب والمصادر الأخرى[1]. ومن هنا ثمة إجماع بين المصارف العامة والخاصة على أهمية إصدارها وان كانت الخاصة متحمسة أكثر كون أن تدني نسبة التوظيفات قياساً لحجم الإيداعات لدى الأخيرة لا يمكن تجاوزه حالياً إلا بشراء سندات الخزينة .

1- الشواورة ، فيصل محمود : الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، دار وائل ، عمان ، 2008 ، ص34.

المبحث الثاني

السندات الحكومية ودورها في برنامج الإصلاح الاقتصادي

من الطبيعي أن تطرأ بين الحين والأخر مستجدات على صيرورة الحياة في أي دولة. بل إن بعض هذه المستجدات يفرض على القائمين ومتخذي القرار إجراء وقفات للمراجعة والتحليل، وإعادة النظر في برامج وسياسات الدولة بغية تفادي المخاطر، والاستفادة من ايجابيات كل تطور. وفي سوريا التي لا يمكن أن تخرج عن إطار مسيرة الدول، طرأت الكثير من التحديات الداخلية والخارجية التي تفرض إجراء تعديلات في بعض المجالات والبنى لضمان الاستمرار وحسن السير إلى الأمام. و يُعَدُّ الجانب الاقتصادي من أكثر الجوانب تأثراً بالمعطيات والتطورات الجديدة، سواء الداخلية منها أو تلك الخارجية، لاسيما وأنه الأكثر تأثراً بالآثار والتأثيرات المرافقة للتطورات المحيطة به داخل الدولة وخارجها . وهو ما يعني الحاجة إلى الإصلاح الاقتصادي[1]. إلا أن هذا الإصلاح المنشود لا يمكن أن يحقق أهدافه بدون توفر مقدمات وشروط موضوعية، يمكن لنا أن نطلق عليها صفة المقدمات الأساس. أي تلك التي تمهد و تشكل الأرضية له ولانطلاقته والتي في مقدمتها :

- توفر الارادة السياسية الحامية للإصلاح والراعية لمتطلباته.
- تكامل عملية الإصلاح الاقتصادي والسياسي والاجتماعي

إن الشروط السابقة تؤكد لنا أن الإصلاح الاقتصادي لا يمكن أن يتم بطريقة عفوية مجتزأة، بل يجب أن يكون منهجياً ومدروساً، وضمن إطار خطة شمولية وموضوعية له. ولكن هذا لا يعني أنه لا يمكننا الحديث عن الإصلاح الاقتصادي بدون الحديث عن أشكال الإصلاح الأخرى شريطة إدراك البعد التكاملي للعملية الإصلاحية. لقد وضع العديد من الباحثين أفكاراً متوافقة أحياناً، ومتناقضة أحياناً أخرى حول أولويات وطرق الإصلاح الاقتصادي. كما تبنت الحكومة أيضاً طرح بعض برامج الإصلاح الاقتصادي للنقاش العام، بل وللتطبيق في أحيان كثيرة، و بالرغم من تباين تلك الرؤى لسبل الإصلاح الاقتصادي في سوريا، إلا أن القاسم المشترك بينهما هو تأكيدها على أن الوضع القائم ليس مجدياً، ولا بد من منهج اقتصادي جديد.

أولا : الإصلاح الاقتصادي والمالي في سورية وأثره في سوق الأوراق المالية الحكومية

يلعب القطاع المالي المتطور ، وسوق الأوراق المالية الحكومية دورًا أساسياً في عملية التنمية الاقتصادية خلال كفاءتهما في اجتذاب مدخرات المجتمع وتجميعها وتوجيهها بالكفاءة ذاتها نحو المشاريع التي هي الأساس في النمو الاقتصادي . ويعد القطاع المالي محور أي اقتصاد في العالم (1) . وفي السنوات الأخيرة ، وبالتلازم مع خطوات الإصلاح الاقتصادي في سورية والذي يمكن تعريفه بأنه /عملية اقتصادية .اجتماعية سياسية ثقافية شاملة ومستمرة تستدعي فك الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية وإعادة صياغتها من جديد بحيث يؤدي ذلك لظهور أفكار وقيم وعلاقات اقتصادية واجتماعية جديدة تؤدي لزيادة معدلات النمو الاقتصادي وتحسين مستوى المعيشة للمواطنين /.(2)

حيث اتخذت الحكومة خطوات باتجاه الإصلاح المصرفي ، يصب بعضها في خانة " الإصلاح " وبعضها الآخر في خانة " الانفتاح" . لكن هذه الخطوات كانت بطيئة ومشتته ، ولم تكن ضمن برنامج شامل لإصلاح الاقتصاد السوري أو برنامج مسبق لإصلاح القطاع المصرفي . فضلا عن إقامة سوق للأوراق المالية . لكن هذه الإجراءات لم تكن كافية ولا زال النظام المصرفي في سورية غير قادر على لعب دور الوساطة المالية بشكل فعال ولا زال بعيدا عن النظم المصرفية المتطورة في المنطقة [1].. بينما نجد أن مصارف الدول العربية قد نوعت في منتجاتها وخدماتها ، وأقامت مصارف الاستثمار، واتجهت نحو الخدمات المالية الشاملة ، ودخلت بعض المصارف أسواق التمويل الدولية ، وبعضها لعب دور الوسيط بين المستثمرين الدوليين والشركات الوطنية الباحثة عن التمويل ، وأقيمت صناديق استثمار إقليمية مخصصة للمنطقة العربية وأخرى وطنية في كل من المغرب ومصر وعُمان لتسهيل تدفق الاستثمارات الخارجية إلى أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة . وأنّ على سورية أن تسارع للحاق بالعرب الآخرين في المنطقة . وهناك حاجة ماسة لتسريع خطوات " الإصلاح " حتى تستطيع التفرغ لشؤون الانفتاح المصرفي ، فتنتقل إلى نظام مصرفي قائم على أسس الملكية الخاصة والربح والمنافسة ومنفتح على العالم حتى يلعب القطاع المصرفي فيها دورا في تعميق الوساطة المالية وتنويعها وفي رفد الموارد الادخارية المحلية بموارد خارجية ، ودورًا في تسهيل التجارة بين سورية والخارج وفي تشجيع دخول الاستثمار الأجنبي المباشر إلى البلاد .

وسورية بحاجة لمثل هذا النظام المصرفي المنفتح على العالم في وقت تقيم فيه منطقة تجارة حرة مع الدول العربية في ظل اتفاقية منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى وتوقيع شراكة لإقامة منطقة تجارة

1- ميالة ، أديب : أسواق الأوراق المالية وأثرها في عملية التنمية ، مستلزمات إنشائها في سياق التحديات الاقتصادية . مؤتمر دمشق ، 3-5/5/ 2005 ، ص2.

2- كنعان ، علي : الإصلاح الاقتصادي في سوريا ، ندوة سيما ، دمشق 2001 ، ص6.

حرة مع دول الاتحاد الأوروبي ودخول منظمة التجارة العالمية . ولكن حتى تسرع سورية عملية النمو بدعم من القطاع المصرفي وتحقق نموّا مستداماً مترافقاً مع استقرار نقدي /مالي ، هي بحاجة لاصلاح اقتصادي شامل منفتح على العالم الخارجي ،يكون الإصلاح المصرفي جزءاً منه .

وقد حظيت عملية الإصلاح بلائحة من القوانين والقرارات والتشريعات الناظمة للعمل النقدي والمصرفي بأهمية بالغة كونها النسيج الذي يتيح فرصة دخول المؤسسات المالية إلى سورية من جانب ، ويعطيها الإمكانية لممارسة نشاطها وتنويعه من جانب آخر ، ضمن ضوابط تحكم آلية عملها وممارساتها بما يتلاءم والأهداف المحددة من قبل السلطة النقدية والمعايير العالمية ، ومن هذا المنطلق تابعت عملية إصلاح ما هو قائم من تشريعات وقوانين في المجال النقدي والمالي واستصدار المزيد منها خلال العام 2009 التي نستعرض بعضاً منها:

- المرسوم التشريعي رقم (60) لعام 2007 والذي يسمح بإصدار أوراق مالية حكومية تشكل الأساس لادارة فاعلة للسياسة النقدية ومعتمدة على الأدوات النقدية غير المباشرة .
- قرار مجلس النقد والتسليف رقم 460 / م ن /47 لعام 2009 القاضي بأن يقوم مصرف سورية المركزي بتمويل المصارف بالليرات السورية بهدف ردم الفجوات المؤقتة لدى المصارف الناجمة عن عمليات التمويل الاستثمارية.
- قرار مجلس النقد والتسليف رقم 536/ م ن / 47 لعام 2009 القاضي بالسماح للمؤسسات المرخصة وفق أحكام المرسوم التشريعي رقم / 15/ عام 2007 وتعديلاته بالاقتراض من الخارج لتمويل نشاطاتها في الجمهورية العربية السورية.
- قرار مجلس النقد والتسليف رقم 301/م ن / 47 لعام 2007 القاضي بالسماح للمصرف العقاري بالتعامل بالقطع الأجنبي .

هذا وإن تحدثنا عن أثر إصدار السندات الحكومية على المصارف في سوريا فيكون التالي:

إن إطلاق سوق الأوراق المالية الحكومية خلال إصدار أذونات وسندات الخزينة يأتي استكمالاً للإصلاحات التي تقوم بها سورية على المستوى الاقتصادي بشكل عام والقطاع المالي على وجه الخصوص والذي يعتبر قاطرة النمو الاقتصادي، والداعم الأساس لأي عملية تنمية اقتصادية في أي مجتمع، ويأتي هذا الإطلاق للسوق في وقت هام جداً تسعى فيه سورية إلى إقامة مشاريع تنموية ومنشآت المرافق العامة والبنية التحتية والذي يحتاج إلى مبالغ مالية ضخمة.. وطالما أن السيولة متوافرة فمن الطبيعي أن توجد سوق محلية للسندات، ووجود سوق سندات حكومية محلية يتيح عائدا خالياً من المخاطر يتم بموجبه تسعير الأدوات الأخرى بما فيها المشتقات المالية، ومن شأن هذه السوق أن تساعد على الحد من حالة عدم الاستقرار التي يمكن أن تنجم عن عدم تسعير المخاطر.

كما أن مشاركة المستثمرين المحليين سواء كانوا شخصيات اعتبارية أو طبيعية، في سوق السندات سيكون عامل استقرار ودعم مهم للسوق، ومع وجود الثروة المتراكمة في السوق سيكون بالإمكان الاعتماد على المستثمرين لتوفير السيولة في ظل ضعف جاذبية الفرص الاستثمارية البديلة، أيضاً سيكون لهذه السوق دور كبير في تشغيل السيولة الكبيرة المتواجدة لدى المصارف المحلية العامة والخاصة.

ومن ناحية أخرى فإن سوق السندات المحلية ستتيح للمصرف المركزي فرصة لامتلاك أداة فعالة لإدارة السياسة النقدية وأن يضفي طابعاً عملياً على عمليات السوق المفتوحة حيث يمكن لشراء السندات الحكومية أن يضخ السيولة في السوق بينما يؤدي بيعها إلى سحبها مجدداً من السوق، وسيكون لهذا العامل أهمية قصوى إذا اقتضت الضرورة من المصرف المركزي الحفاظ على مستوى محدد من التضخم. وعوضاً عن أن تلجأ الدولة للاقتراض من المصرف المركزي الذي بدوره يترك آثاراً تضخمية، أو الاقتراض الخارجي والذي له أيضاً آثاره السلبية؛ علماً أن سورية تعد من أقل دول المنطقة من حيث المديونية الخارجية، فإن إصدار أذونات وسندات الخزينة يعدّ الوسيلة الأكثر نجاعة ويعود بالفائدة على جميع الأطراف، خاصة وأنها كما قلنا تعدّ وسيلة مهمة جداً لإدارة السيولة المعطلة في السوق المحلية وفي المصارف بشكل خاص في ظل محدودية الفرص الاستثمارية.. حيث تساهم سوق الأوراق الحكومية في زيادة أرباح المصارف نتيجة تشغيلها للسيولة الفائضة لديها والمتمثلة بالودائع، في الأذونات والسندات، ما يمكنها من القيام بزيادة رأسمالها عن طريق توزيع أرباح على شكل أسهم مجانية، ويمكنها أيضاً من توزيع أرباح نقدية على المساهمين، وهذا يعني ارتفاع أعداد المتعاملين مع المصارف مع تحسن أرباحها وبالتالي دخول أموال جديدة في النشاط الاقتصادي.

حيث أن المصارف الإسلامية السورية أصبح لديها حصة سوقية لابأس بها في السوق المصـــرفية وحيث أن القانون يسمح بإصدار أوراق مالية إسلامية، فإننا نأمل باستكمال حلقة الإصلاحات المالية عن طريق إصدار أدوات مالية إسلامية تمكّن المصارف الإسلامية من المساهمة في عملية التنمية الاقتصادية في سورية، أسوة بغيرها من المصارف، لاسيما وأنه يتوافر لديها سيولة فائضة تحتاج إلى توظيف، في ظل محدودية القنوات الاستثمارية.

ثانياً: دور السندات الحكومية والإصلاح المصرفي للقطاعين (العام- الخاص)

تمويل سندات الخزينة لمشروعات استثمارية حكومية حصراً يثير مخاوف شركات القطاع الخاص من عدم قدرتها على الحصول على التمويل اللازم لمشاريعها في ظل توجيه السيولة إلى المشاريع العامة.

ويأتي طرح سندات الخزينة حسب التوقعات في وقت يتزايد فيه معدل التضخم إذ يمكن للسندات أن تكون أداة استثمارية هامة بالنسبة للمؤسسات المالية والمصرفية، حيث تتيح مصدراً للتمويل على أسس حقيقية غير تضخمية وبديلاً أفضل مما هو نافذ حالياً عبر الاقتراض من مصرف سورية المركزي مما يقلل من مخاطر الضغوط التضخمية.

إن شراكة القطاع العام والخاص تتيح الاستفادة من النظم والكفاءات الإدارية وأساليب القطاع الخاص في تقديم الخدمات العامة. وتشير خبرات الدول الأخرى إلى وجود مزايا مهمة فيما يتعلق بتكلفة الخدمات المقدمة وقيمتها وجودتها، وذلك نتيجة للاستفادة من مهارات القطاعين العام والخاص والتي تكمل بعضها . تهدف مثل هذه المشاركة إلى تحسين جودة الخدمات المقدمة إلى المواطنين، ورفع العبء الواقع على كاهل ميزانية الدولة دون التأثير في قدرتها على تقديم الخدمات بأسعار اجتماعية عادلة، وخلق فرص عمل جديدة، وتشجيع الاستثمار والاستهلاك مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو وجذب استثمارات أجنبية مباشرة وغير ذلك، كما تمارس الدولة رقابة مباشرة للتأكد من تقديم الخدمات بالمستوى والمعايير المحددة طوال فترة الشراكة بين القطاع العام والخاص[1]. أما فيما يتعلق بالخدمات الاجتماعية الأساسية (مثل التعليم والرعاية الصحية)، فتستمر الدولة في تقديم هذه الخدمات من خلال خبراء القطاع العام. تتوقع الدولة تقديم الخدمات بمستوى أعلى من الجودة خلال شراكة القطاع العام والخاص.

إلا أن السياسات الخاصة بحرية الحصول على الخدمات ورسوم الاستخدام تستمر كما هي سواء تم تقديمها خلال شراكة القطاع العام والخاص أو من خلال الطرق التقليدية ونظراً للأسباب السابقة، فضلاً عن كون شراكة القطاع العام والخاص تفتح قنوات جديدة للتمويل، وسوف يكون للدولة حرية أكبر في تنفيذ برنامج الاستثمارات الخاص بها، الأمر الذي يخلق بدوره فرصاً لقطاعات المقاولات والتمويل المحلية، بما في ذلك صغار المقاولين الذين يتوقع لهم أن يستفيدوا بشكل ملحوظ من هذا البرنامج [2]..

سندات الخزينة تعتبر من الاستثمارات الهامة للقطاع المصرفي السوري لأن هناك نسبة تشوه متمثلة بالسيولة الكبيرة غير الموظفة وفضلاً عن النمو المتسارع جداً للودائع فلو كانت نسبة السيولة متناسبة مع نسبة الودائع لم يكن هناك مشكلة لكن عندما تنمو الودائع بنسبة مئة في المئة لا يجوز أن تنمو

1- القاضي ، حسين : الإصلاح الاقتصادي في سوريا إلى أين ، دار الرضا ، دمشق ، 2002.ص23

2- صادر ، مكرم : تحديث النظام المصرفي في سوريا ، ندوة الثلاثاء الاقتصادية، دمشق 2001 ،ص2.

التوظيفات بذات النسبة وإذا حدث ذلك فإن المصرف سيتعرض لمخاطرة كبيرة جداً وذلك يشير إلى أن طريقة إقراضه تتم بشكل أعمى تماماً.

تأثير سوق الأوراق المالية الحكومية لن يكون كبيراً على المصارف فحسب بل على الاقتصاد ككل باعتباره سيحقق قفزة في أداء القطاع المصرفي الذي لا يستطيع توظيف أمواله في الخارج بالعملة السورية. فبوجود سندات الخزينة ستأخذ المصارف عائداً على السيولة بالعملة السورية من ناحية ومن ناحية أخرى ستشجع على نمو مدخراتها وودائعها بالعملة المحلية أيضاً وستعطي فائدة أعلى ستوظف بطرق عديدة كما سيحقق نمواً أكبر يترك تأثيراً مهماً على المصارف والاقتصاد معاً. غير أن البعض يرى أن ظروف القطاع المصرفي الحكومي لا تسمح له بالاستثمار في الأوراق الحكومية بشكل واضح خلال السنوات الأولى لإطلاق السوق وإنما سيكون تدخله محدوداً.

ثالثاً :دور السندات الحكومية في برنامج الإصلاح الاقتصادي

تعد السندات الحكومية جزء أساسي من برنامج الإصلاح الاقتصادي والمالي والإداري لمعالجة الإختلالات الاقتصادية والسيطرة على التدهور المالي والنقدي وتحقيق الاستقرار المطلوب لرفع مستوى معيشة المواطن وكذلك رفع مستوى الخدمات الأساسية وإعادة تأهيل البنى الأساسية الضرورية للعملية التنموية وذلك في إطار برنامج شامل للإصلاح الاقتصادي والمالي والإداري

إن لبرنامج الإصلاح الاقتصادي والمالي والإداري وتحديداً استخدام السندات الحكومية ضمن منظومة الإجراءات النقدية سوف يؤدي إلى نتائج أهمها امتصاص السيولة الفائضة وتحقيق استقرار نسبي والسيطرة على معدلات التضخم، وحصول الحكومة على مصادر مالية غير تضخمية دون اللجوء إلى الإصدار النقدي لتغطية النفقات الهامة في مجال التنمية حيث كان الدين العام الناتج عن أذون الخزانة الرافد الأساسي في تحقيق هذا الغرض

كما أن أذون الخزانة لا تشكل أي عبء على الخزينة العامة كعوائد، فالبنك المركزي يغطي جزء كبير من هذا العبء ،بالإضافة إلى أن سوق أذون الخزانة يتم فيها تبادل الأذون الحكومية وإيجاد سوق ثانوية.

وبالنتيجة: إن الاقتصاد السوري شهد في الآونة الأخيرة عدداً من التطورات على الصعيد القطاع المالي والنقدي وكان هذا التطور نتيجة حتمية للآليات والإجراءات الجديدة المتخذة من قبل صانعي السياسة المالية والنقدية في سورية. وبصدور المرسوم رقم(60) تاريخ 2007/10/1 الخاص بإصدار الأوراق المالية الحكومية تظهر الأدوات والوسائل والأساليب والآليات الكفيلة بتحقيق المواءمة بين وزارة المالية

ومصرف سورية المركزي سيما وأن الموازنة العامة للدولة تعاني من عجز في مواردها ووجود ارتفاع في التضخم الاقتصادي.

وبالتالي بالنسبة لمصرف سورية المركزي سوف تقوم بتفعيل أداة من أدوات السياسة النقدية التي يمكن أن يستخدمها المصرف المركزي كأداة للتحكم في السيولة والعرض النقدي، ومن ثم الحد من ارتفاع معدلات التضخم، ونتيجة حتمية لتحقيق معدل نمو اقتصادي جيد.وبالنسبة لوزارة المالية تساهم في تنفيذ خططها وبرامجها التنموية الاقتصادية، كما أنها تقلل من تكلفة الدين العام وتساهم في إدارة أكثر كفاءة وفاعلية له سيما وأنه تاريخياً كان يتم تمويل عجز الموازنة العامة للدولة وخلال سنوات طويلة عن طريق الاقتراض من المصرف المركزي أو الاقتراض من المصرف التجاري بتكلفة بسيطة تترتب على وزارة المالية، وهذا الاقتراض نتج عنه آثار تضخمية كبيرة أثرت سلباً على مستوى أداء الاقتصاد الوطني وعلى معدل النمو ، كما انعكست على ضعف المستوى المعاشي .

وتبرز هذه الأهمية كذلك بالنسبة للمؤسسات المالية العاملة في سورية وكذلك الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين وذلك عن طريق هذه المؤسسات: حيث يساعد المصارف على تحديد أسعار الفائدة بصورة أكثر كفاءة كما يساعدها على إدارة سيولتها بصورة أكثر فاعلية ويمنحها فرصة لتحقيق ربح أكبر من خلال استثمار أموالها في شراء أذونات الخزينة، كما أنها فرصة لتنافس المصارف على ودائع الزبائن، كما تتمكن خلاله من بيع وشراء الأوراق المالية الحكومية فيما بينها إذا ما احتاجت إلى السيولة.
كما تبرز أهمية هذا المرسوم بالنسبة للاقتصاد الوطني في أنه يساهم في رفع معدلات النمو الاقتصادي ورفع معدل دخل الفرد، وتوظيف أكثر كفاءة للمدخرات ومؤشر مرجعي خال من المخاطر يساعد المستثمر على توظيف أمواله بشكل خال من المخاطر .

لذلك فإن تحسين أداء كل من السياستين النقدية والمالية وتحقيق أفضل للتنسيق والمواءمة خلال الاستراتيجيات والسياسات التي ستتبناها لجنة إدارة الأوراق المالية الحكومية المتمثلة بالسيد وزير بينهما المالية وحاكم مصرف سورية المركزي ورئيس مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية وأعضاء من وزارة المالية والمصرف المركزي كما وردت في المرسوم التشريعي رقم (60).

ومن ثم إن مزاد الأوراق المالية الحكومية في أذونات الخزينة يعطي مؤشراً للفوائد.مبيناً أن أذونات الخزينة تكون لفترة زمنية قصيرة على عكس السندات التي هي لفترات زمنية طويلة، فإن تحريك السيولة المعطلة في المؤسسات المالية سيكون باتجاه البنوك والمؤسسات التي ليس لها مقدرة على التوظيف في النشاط الاقتصادي، وهذا الأمر يتعلق بسياسة كل بنك أو مؤسسة مالية بإدارة سيولتها.

رابعاً: التجارب العربية في السندات الحكومية وإمكانية الاستفادة منها في سورية

اليمن :

لجأت الحكومة لإصدار أذون الخزانة عام 1998م بفوائد تتجاوز فوائد البنوك كان الغرض من ذلك استخدامها كأداة للتحكم بالمعروض النقدي في برنامج (الاستقرار النقدي) وكان هذا التدخل موصوفاً في مصفوفة الإصلاحات المالية والإدارية التي اتفقت عليها الحكومة من صندوق النقد والبنك الدولي.

واعتبر تقرير "التطورات الاقتصادية 2000 - 2005 باليمن" الصادر عن وزارة التخطيط والتعاون الدولي سياسة أذون الخزانة بأنها تشكل عبئا إضافيا على الموازنة العامة للدولة جراء فوائد الدين العام الداخلي، حيث بلغ المتوسط السنوي لمدفوعات الدين المحلي 36.3 مليار ريال خلال الفترة من 2000 إلى 2005 بمتوسط نمو وصل إلى 15.5 في المائة.

وأشار التقرير إلى أن القيمة الفعلية لأذون الخزانة ارتفعت من 109.6 مليار ريال (555 مليون دولار) عام 2000م إلى 328.5 مليار ريال نهاية العام الماضي 2005 بمتوسط نمو بلغ 27 في المائة.

وأضاف أن أذون الخزانة موّلت عجز الموازنة العامة خلال هذه الفترة بنحو 201 مليار ريال، معتبراً ذلك تجاوزا للغرض منها في تغطية عجز الموازنة بوسيلة غير تضخمية.

حيث أن أذون الخزانة استمرت حتى الآن وكونت تشوهاً في النظام البنكي التجاري نتيجة لارتفاع فوائد أذون الخزانة لجأت البنوك إلى استثمار ودائعها فيها بدلاً من إقراضها للجمهور وخلق حركة اقتصادية حوالي 60% من ودائع البنوك التجارية وحوالي 80% من أرباحها تعتمد على أذون الخزانة . وهذا كلف الخزينة العامة حوالي 400 مليون دولار في عام 2008م .

إذن أذون الخزانة أعاقت الحركة الاقتصادية .وتحولت إلى أداة دعم غير مباشر لعدد من البنوك الضعيفة فإذا توقفت أذون الخزانة تتعرض تلك البنوك للانهيار من ثم إن مواصلة إصدار أذون الخزانة لفترة طويلة في وقت يعاني الاقتصاد من ركود أسهمت في استمرار هذا الركود، ضعف النمو الاقتصادي، وبطء إعادة هيكلة البنيان الاقتصادي وتنويعه في اليمن .

لبنان :

بعد انتهاء الحرب اللبنانية وبدء مشاريع الإعمار وإعادة البناء وتوسّع أجهزة الدولة الإدارية والعسكرية، ترتّبت زيادة كبيرة في الإنفاق تفوق الواردات بأضعاف عدة، فكانت النتيجة عجزاً في الموازنة العامة، عمدت الحكومات المتعاقبة منذ عام 1992 إلى سداده بزيادة الضرائب والرسوم، وبإصدار سندات الخزينة بالليرة اللبنانية، وبغية تشجيع المكتتبين بالسندات حدّدت الدولة فوائد عالية جداً على هذه السندات وصلت عام 1995 إلى نحو 40%، وفي السنوات اللاحقة، وتحت ذريعة أنّ الفوائد على الدين بالليرة اللبنانية مرتفعة ومكلفة، عمدت الحكومة، ضمن خطة سميت إعادة هيكلة الدين العام، إلى إصدار سندات خزينة بالعملات الأجنبية بفوائد أدنى من تلك المحددة على السندات بالليرة اللبنانية، لكنها بقيت أيضاً مرتفعة مقارنةً بأسعار الفائدة العالية، بحيث أصبح الدين العام موزّعاً بين دين بالليرة اللبنانية ودين أضعاف متعدده بالعملات الأجنبية. وهذا الإبدال لقسم من الدين من العملة اللبنانية إلى عملات أجنبية بالرغم من مخاطره جرى بموجب قوانين أقرّها مجلس النواب (بعضها ورد كموادّ ضمن قوانين الموازنات العامة).

قيمة السندات المصدرة

وصلت قيمة سندات الخزينة المصدرة حتى نهاية عام 2009 إلى 70400 مليار ليرة (نحو 46.7 مليار دولار) وهي تتوزّع بين سندات خزينة بالليرة اللبنانية بلغت قيمتها 43758 مليار ليرة تمثّل نسبة 62% من القيمة الإجمالية للسندات، وسندات بالعملات الأجنبية بلغت قيمتها 17700 مليون دولار تمثّل نسبة 38% من القيمة الإجمالية للسندات، وتُستحق السندات المصدرة بالليرة اللبنانية خلال خمس سنوات (2010 – 2014) فيما فترة استحقاق السندات بالعملات الأجنبية تمتد حتى عام 2024.

إنّ القيمة المذكورة للسندات هي القيمة الاسمية، أي من دون الفائدة، فيما القيمة الفعلية للسندات بالليرة اللبنانية تبلغ 44577 مليار ليرة، وتصل قيمة السندات بالعملات الأجنبية إلى نحو 18 مليار دولار[1].

1– شيارو ، أمل يحيى : الديون الداخلية للدولة العربية الأعضاء في اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا ، الدوحة ، قطر ، 2008.

الوضع الحالي:

إنّ إعلان وزارة المال التوقف عن إصدار سندات خزينة جديدة يبدو قراراً مؤقتاً ومرحلياً، إذ عليها تسديد قيمة السندات التي تستحق عام 2010 والبالغة قيمتها نحو 11.1 مليار دولار (منها 1765 مليون دولار، و 14100 مليار ليرة لبنانية) كما أن استمرار عجز الموازنة العامة يفرض عليها إصدار سندات لإعادة الاكتتاب بالسندات التي تستحق، وكذلك إصدار سندات جديدة لتمويل العجز.

لكنّ هذه الخطوة الحكومية قد تستهدف فرض المزيد من الضرائب والرسوم في مشروع قانون موازنة 2010 لسد العجز، أو الحد من النفقات تحت ذريعة أنّ «الحكومة لا تريد إصدار سندات جديدة». الوجه الآخر لهذا الأمر هو استخدام المصارف إيّاه لخفض الفوائد على الودائع بحجة أنّ المصارف لا حاجة لها إلى ودائع جديدة، وأنّ الدولة توقفت عن إصدار سندات الخزينة والأسواق تعاني حالة جمود لا تسمح أو لا تطلب تسليفات جديدة. لكنّ المصارف التي تعمد إلى خفض الفوائد تجد مصدراً آخر لتوظيف أموالها وهو الاكتتاب بشهادات الإيداع (بالليرة اللبنانية وبالعملات الأجنبية) التي يصدرها مصرف لبنان لامتصاص السيولة وإيجاد توازن مالي، وقد أعلن عن إصدار هذه الشهادات لآجال مختلفة بفوائد راوحت بين 7% -8.5%. (وقد وصلت ودائع المصارف لدى مصرف لبنان في نهاية عام 2009 إلى 53228 مليار ليرة، تشمل الاحتياطي الإلزامي وشهادات الإيداع التي تمثّل نسبة تساوي نحو 26% من هذه الودائع).

ولكن الحكومة ستعاود إصدار سندات الخزينة وتكتتب بها المصارف مجدداً، ويكون المواطن هو الخاسر الأكبر.

فالمصارف تصرح عن عدم رغبتهم في الاكتتاب بسندات الخزينة اللبنانية إنما يخفون مصالحهم ورغباتهم الحقيقية، فمن دون الاكتتاب بهذه السندات لا تجد المصارف الأبواب الكافية لتوظيف ودائعها (واستناداً إلى الأرقام الصادرة حتى نهاية عام 2009 فقد بلغت الودائع في المصارف ما يوازي 146 ألف مليار ليرة مقابل تسليفات بلغت 86.5 ألف مليار ليرة، منها 42.7 ألف مليار ليرة تسليفات للقطاع الخاص، أي ما يمثّل 29.3% من الودائع، و49.4% من مجمل التسليفات، ووصلت التسليفات للحكومة إلى 43.8 ألف مليار ليرة، أي ما يمثّل نسبة 30% من الودائع و50.6% من مجمل التسليفات).

وفي حال إحجامها عن قبول ودائع جديدة يتراجع نموها وأرباحها، فسندات الخزينة مثّلت على الدوام مصدراً لتمكين المصارف من تحقيق ربحية عالية (تجاوزت 1.2 مليار دولار عام 2009) في وقت تشهد فيه معظم القطاعات الاقتصادية تراجعاً في الأرباح والنمو والتطور

84.5 في المئة

تختلف نسبة الفائدة على سندات الخزينة اللبنانية تبعاً لنوع العملة وأجل السند واستناداً إلى نسبة الفائدة. في نهاية عام 2009 نتبين أنّ سندات الخزينة بالليرة اللبنانية ذات الفائدة الأعلى، أي فئة 36 شهراً و60 شهراً تمثّل 84.5% من قيمة السندات.

الدين العام في لبنان

- يتوقع أن تستمر حالة العجز في موازنة الدولة مما يتطلب تمويل هذا العجز، ومن ثم زيادة الأعباء المالية المتراكمة على الدولة ممثلة في الدين العام بالعملة الوطنية والدين العام بالعملة الأجنبية، والذي تزايد في الفترة الماضية وأصبح عبء خدمة الدين سنوياً يشكل ضغطاً على الموارد الذاتية، لا سيما الديون على مؤسسة كهرباء لبنان (ثمن المشتقات النفطية)،
- تتم منذ أوائل التسعينات معالجة مشكلة الدين العام عبر وسائل مالية وليس بوسائل اقتصادية. يتم جذب الودائع إلى القطاع المصرفي كي توظف اغلبها في سندات الخزينة بفوائد مرتفعة، بشكل مباشر أو غير مباشر عبر المصارف، فارتفع حجم الودائع المصرفية في لبنان بالنسبة للناتج المحلي ووظف بأكثره مباشرة في سندات الخزينة العامة.
- انتهج مصرف لبنان سياسة في تثبيت سعر الصرف شجعت على استقدام الودائع.
- واعتمدت الحكومة إستراتيجية لإدارة الدين في التركيز على تقليص خدمة الدين وخفض كلفة احتياجات الحكومة للتمويل على المدى الطويل مع الأخذ بالحسبان عنصر المخاطر عبر الاستعاضة عن الكلفة العالية والاستحقاق القصير الأمد للدين المحلي بكلفة قليلة ودين بالعملة الأجنبية طويل الأمد، كما أنها تستعمل القروض الميسرة المتوفرة لتمويل إنفاق رأس المال
- كما اعتمدت الحكومة على إصدار سندات خزينة بالليرة اللبنانية لسد عجز الموازنة، من فئة الثلاث أشهر، الستة أشهر، السنة، (Treasury Bills) ومن فئة السنتين والثلاث سنوات والخمس سنوات (Treasury Bonds))
- وابتدأ العائد على سندات الخزينة بالليرة اللبنانية بالانحدار بعد مؤتمر باريس 2 وتوقف إصدار هذه السندات حوالي التسع أشهر، ما بين شباط (فبراير 2003) حتى تشرين الأول (أكتوبر 2003) على أثر تدفقات أموال باريس 2 من الدول المشاركة في المؤتمر ومن المصارف التجارية المحلية ومن مصرف لبنان، حتى أعيدت عمليات الإصدار في تشرين الثاني كما ظهر إصدار فئة الثلاث سنوات لأول مرة في السوق.

إن إصدار سندات خزينة لبنانية بفوائد مرتفعة، واستمرار عجز المالية العامة الناتج من التوسع في الإنفاق وتأمين الخدمات العامة، أو من كلفة الدين العام، دفعا إلى إصدار المزيد من السندات حتى وصل الدين العام في نهاية عام 2009 إلى 77024 مليار ليرة (نحو 51 مليار دولار) وهو لم يكن يزيد على

2.9 مليار دولار في بداية عام 1993، وقد وصل مجموع الفوائد المدفوعة على الدين العام منذ عام 1993 حتى نهاية عام 2009 إلى 65636 مليار ليرة، أي ما يمثّل نسبة 85.2% من الدين العام.

وأخيرًا لابد لنا من الاستفادة من تجارب الدول السابقة في السندات الحكومية وتلافي الأخطاء التي وقعت فيها وبالتالي الوصول إلى نتائج جيدة .

النتائج والتوصيات

النتائج :

لا بد في نهاية هذا البحث من الإشارة إلى بعض الاستنتاجات التي توصلنا إليها والتي تتجلى في :

1.معاناة معظم البلدان النامية من وجود الفجوتين المتمثلتين بفجوة الموارد المحلية (فجوة الادخار – الاستثمار) ، وفجوة النقد الأجنبي (فجوة التجارة الخارجية) ، والفجوة بين الإيرادات والنفقات واختلاف سعة هذه الفجوات بين بلدٍ وآخر ، لعدم تجانس هذه البلدان اقتصادياً . ونتيجة لمعاناتها من آثار هذه الفجوات ، وطرحها برامج تنموية طموحة ، اتجهت هذه البلدان في معظمها إلى طرح السندات الحكومية .

2.جمود السياسة المالية في سوريا وعدم مرونتها نتيجة افتقارها إلى السرعة والمرونة في تغيير معدلات الضرائب والرسوم ، وتقليص الإنفاق العام أو زيادته وتغيير بنيته.

3.تزايد الدخل القومي تزداد المتحصلات الضريبية وهذا الفائض يمكن أن يتراكم ويقلل من عجز الموازنة بأكبر من تأثير نمو المدفوعات التحويلية ويحد ذلك من نمو الدين العام .

4.هناك علاقة طردية بين متوسط أسعار الفائدة على السندات ومقدار العجز في الموازنة العامة.

5.إن إحداث سوق دمشق للأوراق المالية في سوريا حديثاً ، تزداد أهميتها في الوقت الحاضر فهي يمكن أن تؤدي دوراً هاماً في تنشيط الاقتصاد الوطني ، وازدهاره من خلال تجميع المدخرات العاطلة على شكل نقدي وبخاصة إيداعات البنوك والمؤسسات الأخرى (كالتأمينات الاجتماعية) ، وتوجيهها إلى قنوات الاستثمار التي تخدم الاقتصاد الوطني ، ويساعد على تجنب تمويل العجز عن طريق المصرف المركزي بالإصدار النقدي ، حيث يتم تمويل العجز خلال فائض السيولة لدى الشركات والأفراد والمؤسسات ولدى الجهاز المصرفي .

6.أهمية أسواق الأوراق المالية الحكومية فيما يخص المصارف المركزية ومؤسسات النقد، على مساهمتها في تنفيذ السياسة النقدية بكفاءة، بل تلعب هذه الأسواق دوراً حيويا في تحقيق الاستقرار المالي وتعميق القطاع المالي والمصرفي.

7.يشكل إصدار سندات الدين العام تحديا بالنسبة للخزينة العامة وللمصرف المركزي ليس فقط عبر إصدارها وإنما عبر تطوير سوق لها يتيح تبادلها في سوق دمشق للأوراق المالية ومنحها مزايا ضريبية

تزيد من الإقبال عليها . كل ذلك مع تقييدها بحدود معينة مرتبطة بالناتج المحلي الإجمالي وفقا لإحكام القانون رقم 60 لعام 2007 .

8.إن طرح السندات الحكومية يعدّ من أفضل السبل لتوظيف السيولة المتراكمة لدى المصارف إذا حسن استخدامها ، وأن طرح السندات أمر ضروري ويساعد في عكس وضع الاقتصاد بشكل أفضل بالنسبة للمواطن وللمهتم وللمحلل .

9.أن شراكة القطاع العام والخاص في مشاريع جديدة ومربحة تتيح الاستفادة من النظم والكفاءات الإدارية وأساليب القطاع الخاص في تقديم الخدمات العامة وبالتالي هناك مزايا مهمة فيما يتعلق بتكلفة الخدمات المقدمة وقيمتها وجودتها ، وذلك نتيجة للاستفادة من مهارات القطاعين العام والخاص والتي تكمل بعضها .

10.تأتي أهمية الموازنة في ضرورة مواكبتها للتطورات في كافة المجالات ، هذه المواكبة التي قد تخلق نفقات إضافية تفوق في قيمتها الإجمالية كافة إيرادات الدولة ، الأمر الذي يخلق عجزا في حساباتها النهائية ، أصبح اليوم من المشاهدات الاقتصادية المتكررة في الكثير من بلدان العالم ، وخاصة النامية ، ومنها سوريا .

11.يتكامل التوازن المالي للموازنة مع التوازن الاقتصادي العام ويغدو الأهم لتحقيق هذا التوازن الأخير ، حيث يفرض التوازن الاقتصادي للمالية العامة رفع مردودية النظام الاقتصادي.

التوصيات

بعد أن انتهينا من ذكر الاستنتاجات التي توصلنا إليها ، سنتناول التوصيات التي يمكن أن تعالج الاستنتاجات كما يلي :

1. وضع سياسات كلية وقطاعية بما في ذلك السياسة المالية والسياسة النقدية والتنسيق بين أدوات هاتين السياستين مع التأكيد على تفعيل أدوات السياسة النقدية لتخدم أهداف السياسة الاقتصادية الكلية عبر:

- استخدام سعر الصرف الحقيقي وسعر الفائدة ، لخدمة التوازنات الكلية وبخاصة تأثير ذلك على الصادرات والاستثمار والسياحة.
- إيجاد آليات لضبط حركة الكتلة النقدية بالعملة الأجنبية خارج النظام المصرفي .

2. إن موضوع زيادة الموارد العامة والتي مصدرها أصلا الدخل القومي يجب أن تعالج كمسالة وطنية جماعية ومن خلال التعاون بين الإدارة الحكومية والفعاليات الاقتصادية والمنظمات الأهلية من خلال :

- العمل الوطني لتحسين مستوى الثقافة والوعي الضريبي عبر حملة وطنية إعلامية
- مكافحة التهريب والتهرب الضريبي بأشكاله المختلفة وخاصة في مجال ضرائب دخل الأرباح الحقيقية للقطاع الخاص الذي تجاوزت مساهمته في الدخل القومي بنسبة 65%وبالتالي يفترض أن تكون مساهمة القطاع الخاص في الإيرادات العامة تتناسب مع مساهمته في الدخل القومي .
- مكافحة التهريب والتهرب من الرسوم الجمركية من خلال البيانات الجمركية ومن المفيد إعادة هيكلة المؤسسة الجمركية وتحديثها من النواحي التشريعية وآليات العمل وتبسيطها خلال الأتمتة .
- الاستمرار في العمل على إيجاد إدارة ضريبية ومالية كفؤة وشفافة ومنح العاملين حوافز مناسبة .
- محاربة كل أشكال الهدر والتسيب والفساد في الجهات العامة مهما كان موقعه وشكله مع العلم أن السيد الرئيس بشار الأسد يسعى جاهدا وبدا بالفعل بمكافحته أملين الوصول إلى نتائج مرضية .
- إعادة النظر بمنظومة الضرائب والرسوم غير المباشرة باتجاه إحداث ضريبة على القيمة المضافة تعفى منها المواد الأساسية الضرورية لحياة المواطنين .

3. الالتزام بالمقدر في الموازنة العامة للدولة وعدم السماح بتجاوزها إلا للمشروعات التي تمول ذاتياً أو تلك التي يكون لها مردودا اقتصادي إيجابي .

4. التمييز بين الإنفاق الجاري والإنفاق الاستثماري ينبغي مراعاته عند تعبئة الموارد .

5. الحد من الدين العام المحلي من خلال تنمية دور القطاع الخاص وزيادة مشاركته في تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية للدولة .

6. نظراً لعجز الموازنة واتساع الدين العام أصبح هناك حاجة حقيقية نحو تعديلات جوهرية في المالية العامة للدولة ومن ثم هناك حاجة لتعديلات هيكلية في كل من جانبي الإنفاق والإيرادات في الموازنة العامة .

7.إتباع الحذر الكافي عند استخدام السندات الحكومية وبخاصة من حيث اقترانها بسياسات إضافية للتخفيض من العجز ، وإلا تحولت هذه الطريقة إلى عبء إضافي على الموازنة من خلال ما ستتحمله من تكاليف دينها خلال السنوات القادمة .

8.إن استخدام السندات الحكومية لسد العجز وتدوير هذا العجز عاماً بعد عام دون ترشيد الإنفاق العام أو القول أنها للإنفاق الاستثماري دون التمحيص في طبيعة هذا الإنفاق ، فسيجعل من سندات الخزينة كرة ثلج تكبر وتكبر مما سيؤدي إلى زيادة الدين العام . فالسندات لا تخفض الدين العام وإنما زيادتها هو زيادة الدين العام وانخفاضها هو انخفاض في مبلغ الدين العام .

9.العمل على تنشيط سوق السندات وتطويرها باعتبارها أحد العناصر الأساسية لأي سوق متطورة للأوراق المالية ، وذلك من خلال النقاط التالية :

- إدخال نظام صانع السوق الذي يكون على استعداد لشراء الأوراق المالية أو بيعها في أي وقت بشكل ينشط السوق ويدعم سيولته ويحافظ على استقرارها .
- ضرورة إدخال العديد من أدوات الدين الغائبة وتطويرها كالسندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم ، والسندات القابلة للبيع ،وسندات مرتبطة بالمستوى العام للأسعار، وسندات الدخل ، والأوراق المالية التي يتيحها نظام التوريق بخاصة في ظل تطبيق قانون التمويل العقاري الذي ينشط من آليات توريق المديونيات العقارية خلال إصدار سندات تكون مضمونة بأصول عقارية جيدة بمعدلات فائدة اعلي من معدلات الفوائد على الودائع المصرفية .
- تشجيع الاتجاه نحو إصدار السندات بفئات معقولة تتناسب ومقدرة شرائح عدة من المدخرين بعيدة عن التعامل في سوق الأوراق المالية ، ومن المتوقع أن يسهم ذلك في تعزيز سيولة السوق . تطوير نظم الإفصاح وتدفق البيانات والمعلومات المالية في السوق ، كونها تعدّ من أهم متطلبات كفاءة السوق .

10.تطوير البنية التحتية للقطاع المالي بكل مكوناتها ، وهي مثلثة الأضلاع : المؤسسات (المؤسسات المنتجة للاستثمارات ،والمؤسسات الوسيطة) ، والخدمات والمنتجات ، والأسواق التي توفر التمويل بآجاله المتنوعة (أي سوق النقد أو المصارف وسوق رأس المال).

11.تطوير سوق دمشق للأوراق المالية وربطها بما ينسجم مع الأسواق العالمية . والإسراع في إقامة سوق حلب للأوراق المالية .

12.الاستفادة من تجارب الدول العربية في مجال سوق الأوراق المالية .

المراجع العلمية

أولاً- المراجع العربية:

1- الكتب العربية :

1- أبدجمان ، مايكل : الاقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)، ترجمة : محمد إبراهيم منصور، دار المريخ للنشر ، العربية السعودية ، الرياض،2001 ، 54 .

2- القاضي ، حسين : الإصلاح الاقتصادي في سوريا إلى أين ، دار الرضا ، دمشق ، 2002،ص23.

3- الشواورة ، فيصل محمود : الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، دار وائل ، عمان ، 2008 ، ص34.

4- الزبيدي ، محمود حمزة : الاستثمار في الأوراق المالية ، جامعة الأردن ، 2001،ص233-234.

5- الرّوبي ، نبيل : نظرية التضخم ، مؤسسة الثقافة للطباعة والنشر ، ج.م.ع، الإسكندرية، 1984، ص402.

6- الزحيلي ، وهبي : التمويل وسوق الأوراق المالية ،دار المكتبي ، دمشق ،2001،ص89.

7- بيار، ماري براديل : الادخار والاستثمار ،ترجمة : د. محمد العمادي ونهاد رضا ، دار الأنوار ، لبنان ، بيروت ،1966، ص124.

8- برنيه، محمد يسر ، اقتصادي : تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية ، أمانة مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية ، صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، 2004،ص16-17.

9- بيومي، محمد زكريا ، مبادئ المالية العامة ، القاهرة ، مطبعة جامعة القاهرة ، 1997، ص586.

10- جيل، ديفيد /و/ تروبر ،بيتر:أسواق الأسهم الناشئة في البلدان النامية ، التمويل والتنمية، المجلد/25/ ، العدد /4/ ، واشنطن ،1999 ،ص 31.

11- جيل ،ديفيد/ و/ تروبر،بيتر ، أسواق الأسهم الناشئة في البلدان النامية ،" التمويل والتنمية"، المجلد /21/العدد /2/ ، واشنطن ، كانون الثاني 1999م، صفحة /29/.

12- حنفي ، عبد الغفار :الاستثمار في الأوراق المالية، جامعة الإسكندرية ،2007، ص36-37.

13- حسين ، مصطفى: دور التمويل الخارجي في التنمية الاقتصادية في سوريا ، كلية الاقتصاد ، جامعة حلب ،2002، ص231-232.

14- حيدر ، هاشم : التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات ، معهد الإنماء العربي ، لبنان، بيروت 1998، ، ص6 . وحسبه (اكتشف النقد المسكوك في ليديا في القرن السابع قبل الميلاد ، ومن ثم انتقل استعماله إلى المدن اليونانية الأخرى ، وبعد ذلك إلى سائر بلدان العالم).
15- جامع ، أحمد : التحليل الاقتصادي الكلي ، دار الثقافة الجامعية ، القاهرة ، 2001، ص341.
16- دويدار ، محمد –مبادئ المالية العامة – الجزء الأول – المكتب المصري الحديث للطباعة والنشر – الإسكندرية – بلا عام – ص272-27.
17- رضوان، سمير عبد المجيد: أسواق الأوراق المالية. المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة ، 1999 ،ص293.
18- زكي ، رمزي – عجز الموازنة العامة – دار ابن سينا للنشر – القاهرة –1992.
19- زكي، رمزي: مشكلة الادخار مع دراسة خاصة عن البلاد النامية ،الدار الجامعية للطباعة والنشر ،ج.م.ع،القاهرة ،1966، ص11.
20- سعيد ، توفيق : الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين شمس440، شارع قصر العيني ، القاهرة ،2002، ص49.
21- سعيفان ، سمير : قضايا الإصلاح الاقتصادي والمالي في سورية . دار الرضا ، دمشق، 2003ص108،109.
22- شاكر، نبيل : الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات (منهج تنمية القدرات المعرفية والمهارية) ، مكتبة عين شمس ، 44، شارع القصر العيني ،القاهرة ، الطبعة الثالثة ، 2000 ،ص80-88 .
23- شيارو ، يحيى ، أمل : الديون الداخلية للدولة العربية الأعضاء في اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا ، الدوحة ، قطر ، 2008 .
24- شيحة،مصطفى رشدي : اقتصاديات النقود والمصارف والمال . دار المعرفة الجامعية ، الإسكندرية ، 1996 ،ص532.
25- صافي، احمد وليد : سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 1997 ،ص18.
26- صالحة ، مهيب النشار : عوامل النمو في الاقتصاد السوري /1950-1990م/ ، جامعة دمشق ، كلية الاقتصاد ،1996م ، ص143 .
27- صندوق ، عفيف عبد الكريم: دور السياسة المالية العامة في تحقيق التوازن الاقتصادي مع إشارة خاصة إلى واقع الجمهورية العربية السورية، ،2000، ص192-193.
28- صادق، عبد الكريم بركات –الاقتصاد المالي – الدار الجامعية – الإسكندرية -2002- ص398.

29- صادر ، مكرم : تحديث النظام المصرفي في سوريا ، ندوة الثلاثاء الاقتصادية،دمشق 2001 ،ص2.
30- علية ، محمد بشير: القاموس الاقتصادي .المؤسسة العربية للدراسات والنشر ، بيروت ، 2000، ص 229.
31- عمر ، حسين : الموسوعة الاقتصادية . دار الفكر العربي ، القاهرة ، 1992 ، ص262.
33. عبد الله ، أمين خالد . الطراد ،إبراهيم إسماعيل:إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية ، عمان، الأردن، ، 2006، ص349.
32- عناية ، غازي : تمويل التنمية الاقتصادية بالتضخم المالي، دار الجليل، لبنان، بيروت،2002، ص66
33- عيسى ،محمد عبد الشفيع : العالم الثالث والتحدي التكنولوجي الغربي (الاستقطاب العربي وتطور التكنولوجيا الصناعية للعالم الثالث ،(1970- 1980م) ، دار الطليعة للطباعة والنشر ، لبنان ، بيروت ، الطبعة الأولى ،1984 ص 97.
34- عريقات ، حربي محمد موسى : التنمية الاقتصادية والتخطيط الاقتصادي ، دار الكرمل ، الأردن ، عمّان ، 2003،ص79.
35- العاقل، محمد عادل : الاستثمار وتقييم المشاريع ،مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية ، جامعة حلب ، 1999، 34.
36- عثمان ، عبد العزيز ، سعيد : اقتصاديات الخدمات والمشروعات العامة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ،2000،ص33.
37- عصفور،،شاكر ، محمد : أصول الموازنة العامة ، عمان ، 2008، ص3
38- غطاس ، نبيه : معجم المصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال . مكتبة لبنان، بيروت، 2001، ص 74،
39- غرين، جوشوا /و/ فيللانوفا ، ديلانو : محددات الاستثمار الخاص في اقل البلدان نموا، التمويل والتنمية،المجلد /37/، العدد/4/ ،واشنطن ، ،1990، ص40.
40- الفارس، عبد الرزاق:كتاب الحكومة والفقراء والإنفاق العام: دراسة لظاهرة عجز الموازنة وآثارها الاقتصادية والاجتماعية في البلدان العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت ، 1997، ص112، 117.
41- قطيش ، عبد اللطيف – رئيس مصلحة الخزينة والدين العام بوزارة المالية اللبنانية – سياسة وإدارة الدين العام في البلدان العربية – صندوق النقد العربي – ابو ظبي –2003 ص137.
42- كنعان ،علي : اقتصاديات المال والسياستين المالية والنقدية ، دار الحسنين ، دمشق ، 1997، ص219 – 220.

43- كنعان ، علي : الإصلاح الاقتصادي في سوريا ، ندوة سيما ، دمشق 2001 ، ص6.
44- مطر، محمد ، تيّم، فايز: إدارة المحافظ الاستثمارية ، جامعة بترا ، الأردن ، 2005، ص256.
45- معروف . هوشيار : الاستثمارات والأسواق المالية، جامعة البلقاء التطبيقية ، 2003، ص 116-117،
46- منصور ، أحمد طارق : سوق الأوراق المالية ودورها في عملية التنمية الاقتصادية وإمكانية إحداثها في سورية كلية الاقتصاد ، جامعة حلب ، 2009، ص189.
47- منذر ،إباء:طرح سندات الدين العام نعمة وربما يكون نقمة ،جريدة بلدنا ، سوريا ، 2010/3/29.
48-مجيد ،ضياء : البورصات أسواق المال وأدواتها ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 2005 ، ص 105.
49- ميالة ، أديب : أسواق الأوراق المالية في عملية التنمية ، مستلزمات إنشائها في سياق التحديات الاقتصادية ، مؤتمر دمشق 3-2005/5/5،ص2.
50- نجار، احمد منير : الحسابات الاقتصادية القومية ، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، جامعة حلب ، كلية الاقتصاد ، 2000،ص 28
51- نوفل ، حسن صبري : الاستثمار في الأوراق المالية مقدمة للتحليل الفني والأساسي . كتاب الأهرام الاقتصادي ، العدد 100 ، 2000 ، ص15.
52- هارون ، محمد صبري : أحكام أسواق الأوراق المالية (الأسهم والسندات) . دار النفائس ، الأردن ، 1999 ، ص236.
53-هندي، منير إبراهيم: الفكر الحديث في إدارة المخاطر. الهندسة المالية باستخدام التو ريق والمشتقات. الجزء الثاني: العقود الآجلة والعقود المستقبلية، 2000، ص 160.
54- ياسين، محمد :البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت ، لبنان ، 2004، ص41.

الدورات والمجلات

- النشرة الاقتصادية ، البنك الأهلي المصري ،العدد الثاني ، القاهرة ، 1999.
- نشر في الاقتصادي : الاستثمار في البورصة ، الاثنين 7 انوفمبر 2003، لعدد 1819
- د.الياس نجمة ،العدد 116 ،عام 2003 ، المجلة الاقتصادية ، سوريا .
- د. منير الحمش – المجلة الاقتصادية،العدد 401 .
- سندات الخزينة مولود جديد في السوق السورية ، الاقتصادية ، العدد 377 ، عام 2009
- المرسوم التشريعي رقم(60) الخاص بإصدار الأوراق المالية الحكومية لعام 2007/10/1الصادر عن الجمهورية العربية السورية.
- المجموعة الإحصائية السورية ،عام 2008
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد / أيلول 1999م، صفحة / 279/.
-التقريز الاقتصادي العربي الموحد / أيلول 1999م، صفحة / 81/.
-تقرير مصرف سوريا المركزي لعام 2009
-المكتب المركزي للإحصاء
- القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة – صندوق النقد العربي – 2000
- بنك التسويات الدولية – يونيو 2002 ، وذلك بالاستناد إلى عينة من الدول شملت البرازيل وتشيلي وكولومبيا والمكسيك والبيرو . ويذكر أن 89 في المائة من إصدارات تشيلي هي من السندات المرتبطة بمعدل التضخم ، في حين أن 48 في المائة من إصدارات البيرو هي من السندات المرتبطة بسعر الصرف .
- صندوق النقد الدولي ، 2009

ثانياً:المراجع الأجنبية

1. Alfred Schclarek, Industr,Diversification.Financial Development and Productivity – Enhancing Investments op.cit.60>
2. Anthony Saunders,Marcia Million , "Financial Markets and Institutions : A Modern Perspective ", op .cit,p.622.
3. Elhage,Mohamad Hassan , " Monetary Policy and the financial Sector's Role in Economic Development : A case Study of Saudi Arabia " , Johns Hopkins University , 2001, p. 85.
4. Himani,Oussama, "Financial Markets and Development : the Experience of Egypt , Lebanon, and Syria 2002", op.cit.p121
5. John& Jordan ." Dictionary of Finance international terms ", op . cit. p,42 ,Kenneth &Alan ." Guide to understanding money & Investing ", op . cit ,p. 82.
6. " Jorge, Castellanos (2001)."Developing Government Bond Markets Emerging Markets J.P.Morgan, Sovereign Advisory at Group.
7. Kenneth & Alan . " Guide to understanding Money & Inresting, 2004"op. cit., p. 94.
8. Michael Kaye , " The Standard & Poor's Guide to Selecting Stocks, Finding the Winners and Weeding out the Losers ," Mc Graw – Hill , Newyork , 2006,pp.241-246.
9. Michael leahy , Florian Pelgrin , " Contributions of Financial systems to Growth in OECD Countries , OECD Countries ," OECD Publishing , 2001.p.36.
10. Stephen ,A.Ross. "Essential of Corporate Finance "2003 ,op .cit.p.15>

الإنترنت

1- http ://www.mfti.gov .e.g./programs /export. Htm

2-http://www.rtv.gov.sy/index.php?d=100003&id=71874

3-خضور ، حسان : أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية ، المعهد العربي للتخطيط ، يناير 2004(إنترنت).

4- الصوفي ، عبد القوي : جدوى الاستمرار بإصدار سندات الخزينة ، اليمن،2007(المؤتمر نت – اليمن).

SUMMARY

The research talks about important issue which is the governmental bonds and its effective role in decreasing the deficit of the budget .

The government al bonds are important economical methods which the governments need then to solve the deficit in its annual budget and the importance of this method is variety of sides of economical advantage . if it is mastered timing for its using according to circumstance of economical reality moreover , it is a suitable substitute for foreign borrowing and its tiring interests with foreign currency which is suitable method to stop the governmental deficit through internal borrowing which is better than external borrowing .

Al though , these bonds are very important for the governments, the over using of then for stopping the deficit of government with out taking into consideration the economical circumstances will create many problematic which prevent the development of entire country . Any way ,any government resorts to particular method to stop deficit of its annual budget which is the solution to face temporary circumstances for passing this stage to self . sufficiency which makes the country without loans which is very tiring with its accumulated tenets , if the development does not Shane achievement the excess which creates the economical stability to facilitate the mission of next governments.

DAMASCUS UNIVERSITY

FACULTY OF ECONOMIC

DEPARTMENT OF ECONOMIC

The government bonds and it's effect on public budget in Syria

Thesis For Megastar Degree in Economic

Prepared by

LAMIS BARAKAT

Supervised By

Dr. RATOAN AL AMAR

٢٠١٠/٢٠١١م